




3 1761 11554425 6





Digitized by the Internet Archive  
in 2022 with funding from  
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544256>







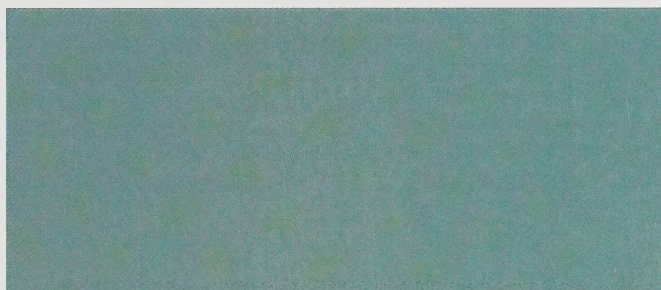
CA1  
FN73  
-M56  
BANK OF CANADA  
CANADA  
DU CANADA

Government  
Publications

25

# Monetary Policy Report

January 2012



# Canada's Inflation-Control Strategy<sup>1</sup>

---

## Inflation targeting and the economy

- The Bank's mandate is to conduct monetary policy to promote the economic and financial well-being of Canadians.
- Canada's experience with inflation targeting since 1991 has shown that the best way to foster confidence in the value of money and to contribute to sustained economic growth, employment gains and improved living standards is by keeping inflation low, stable and predictable.
- In 2011, the Government and the Bank of Canada renewed Canada's inflation-control target for a further five-year period, ending 31 December 2016. The target, as measured by the total consumer price index (CPI), remains at the 2 per cent midpoint of the control range of 1 to 3 per cent.

## The monetary policy instrument

- The Bank carries out monetary policy through changes in the target overnight rate of interest.<sup>2</sup> These changes are transmitted to the economy through their influence on market interest rates, domestic asset prices and the exchange rate, which affect total demand for Canadian goods and services. The balance between this demand and the economy's production capacity is, over time, the primary determinant of inflation pressures in the economy.
- Monetary policy actions take time—usually from six to eight quarters—to work their way through the economy and have their full effect on inflation. For this reason, monetary policy must be forward looking.
- Consistent with its commitment to clear, transparent communications, the Bank regularly reports its perspective on the forces at work on the economy and their

implications for inflation. The *Monetary Policy Report* (MPR) is a key element of this approach. Policy decisions are typically announced on eight pre-set days during the year, and full updates of the Bank's outlook, including risks to the projection, are published four times per year in the MPR.

## Inflation targeting is *symmetric* and *flexible*

- Canada's inflation-targeting approach is *symmetric*, which means that the Bank is equally concerned about inflation rising above or falling below the 2 per cent target.
- Canada's inflation-targeting framework is *flexible*. Typically, the Bank seeks to return inflation to target over a horizon of six to eight quarters. However, the most appropriate horizon for returning inflation to target will vary depending on the nature and persistence of the shocks buffeting the economy.

## Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by fluctuations in the prices of certain volatile components (e.g., fruit and gasoline) and by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank also monitors a set of "core" inflation measures, most importantly the CPIX, which strips out eight of the most volatile CPI components and the effect of indirect taxes on the remaining components. These "core" measures allow the Bank to "look through" temporary price movements and focus on the underlying trend of inflation. In this sense, core inflation is monitored as an *operational guide* to help the Bank achieve the total CPI inflation target. It is not a replacement for it.

---

<sup>1</sup> See *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target* (8 November 2011) and *Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information—November 2011*, which are both available on the Bank's website.

<sup>2</sup> When interest rates are at the zero lower bound, additional monetary easing to achieve the inflation target can be provided through three unconventional instruments: (i) a *conditional* statement on the future path of the policy rate; (ii) quantitative easing; and (iii) credit easing. These instruments and the principles guiding their use are described in the Annex to the April 2009 *Monetary Policy Report*.





BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

# Contents

Overview ..... 1

The Global Economy ..... 2

Global Financial Conditions ..... 3

Core Inflation ..... 4

Money Supply ..... 5

Interest Rates and Credit ..... 6

Forecasting ..... 7

Conclusion ..... 8

# Monetary Policy Report

January 2012

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin and Agathe Côté.

This report includes data received up to 13 January 2012.



Today, our demographics have turned, our productivity growth has slowed and the world is undergoing a competitive deleveraging. We might appear to prosper for a while by consuming beyond our means. Markets may let us do so for longer than we should. But if we yield to this temptation, eventually we, too, will face painful adjustments. It is better to rebalance now from a position of strength; to build the competitiveness and prosperity worthy of our nation.

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada  
12 December 2011  
Toronto, Ontario*



# Contents

---

Overview .....	1
----------------	---

The Global Economy .....	3
--------------------------	---

Global Financial Conditions .....	5
-----------------------------------	---

Euro Area .....	9
-----------------	---

United States .....	12
---------------------	----

Other Advanced Economies .....	15
--------------------------------	----

Emerging-Market Economies .....	15
---------------------------------	----

Commodity Prices .....	15
------------------------	----

Implications for the Canadian Economy .....	17
---	----

The Canadian Economy .....	19
----------------------------	----

Financial Conditions .....	19
----------------------------	----

Estimated Pressures on Capacity .....	22
---------------------------------------	----

Economic Activity .....	23
-------------------------	----

Inflation .....	29
-----------------	----

Risks to the Outlook .....	31
----------------------------	----

## Technical Boxes

Technical Box 1: Euro-Area Financial Conditions and Spillover Effects .....	8
--	---

Technical Box 2: Fiscal Austerity in the Euro Area .....	11
--	----

---





# Overview

---

The outlook for the global economy has deteriorated and uncertainty has increased since October. The sovereign debt crisis in Europe has intensified, conditions in international financial markets have tightened and risk aversion has risen. The recession in Europe is now expected to be deeper and longer than the Bank had anticipated. The Bank continues to assume that European authorities will implement sufficient measures to contain the crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks. In the United States, while the rebound in real GDP during the second half of 2011 was stronger than anticipated, the Bank expects the recovery will proceed at a more modest pace going forward, owing to ongoing household deleveraging, fiscal consolidation and the spillovers from Europe. Chinese growth is decelerating, as expected, toward a more sustainable pace. Commodity prices—with the exception of oil—are expected to be below the levels anticipated in October through 2013.

The Bank's overall outlook for the Canadian economy is little changed from October. While the economy had more momentum than anticipated in the second half of 2011, the pace of growth going forward is expected to be more modest than previously envisaged, largely due to the external environment. Prolonged uncertainty about the global economic and financial environment is likely to dampen the rate of growth of business investment, albeit to a still-solid pace. Net exports are expected to contribute little to growth, reflecting moderate foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar. In contrast, very favourable financing conditions are expected to buttress consumer spending and housing activity. Household expenditures are expected to remain high relative to GDP and the ratio of household debt to income is projected to rise further.

The Bank estimates that the economy grew by 2.4 per cent in 2011 and projects that it will grow by 2.0 per cent in 2012 and 2.8 per cent in 2013. While the economy appears to be operating with less slack than previously assumed, given the more modest growth profile, the economy is only anticipated to return to full capacity by the third quarter of 2013, one quarter earlier than was expected in October.

The dynamics for inflation are similar to those anticipated in October, although the profile for inflation is marginally firmer. Both total and core inflation are expected to moderate in 2012 and subsequently rise, reaching 2 per cent by the third quarter of 2013 as excess supply is slowly absorbed,

labour compensation grows modestly and inflation expectations remain well-anchored.

Several significant upside and downside risks are present in the inflation outlook for Canada.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger-than-expected growth in the U.S. economy and stronger momentum in Canadian household spending.

The two main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges that these risks are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 17 January, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. With the target interest rate near historic lows and the financial system functioning well, there is considerable monetary policy stimulus in Canada. The Bank will continue to monitor carefully economic and financial developments in the Canadian and global economies, together with the evolution of risks, and set monetary policy consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term.



# The Global Economy

The outlook for the global economy has deteriorated and uncertainty has increased since the October *Monetary Policy Report* (Table 1). The sovereign debt crisis in Europe and the associated pressures on the banking sector have intensified, and the global ramifications through financial, trade and confidence effects are expanding. Conditions in international financial markets have tightened and risk aversion has increased, weighing on the prospects for global economic growth. Limited progress in rebalancing world demand is also contributing to the global slowdown as deficient demand in the major advanced economies is not being sufficiently offset by increased demand from emerging-market economies. Overall, global economic growth is projected to average roughly 3 per cent per year through 2013.

*Since October, the outlook for the global economy has deteriorated and uncertainty has increased*

**Table 1: Projection for global economic growth**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth (per cent) <sup>b</sup>			
		2010	2011	2012	2013
United States	21	3.0 (3.0)	1.8 (1.7)	2.0 (1.7)	2.2 (3.3)
Euro area	16	1.8 (1.7)	1.5 (1.5)	-1.0 (0.2)	0.9 (1.5)
Japan	6	4.5 (4.0)	-0.8 (-0.6)	1.9 (2.0)	1.7 (2.5)
China	11	10.4 (10.4)	9.1 (9.1)	8.2 (8.2)	8.0 (8.2)
Rest of the world	46	5.8 (5.7)	4.2 (4.3)	3.1 (3.3)	3.2 (3.4)
World	100	5.2 (5.1)	3.7 (3.8)	2.9 (3.1)	3.3 (3.7)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, WEO, September 2011

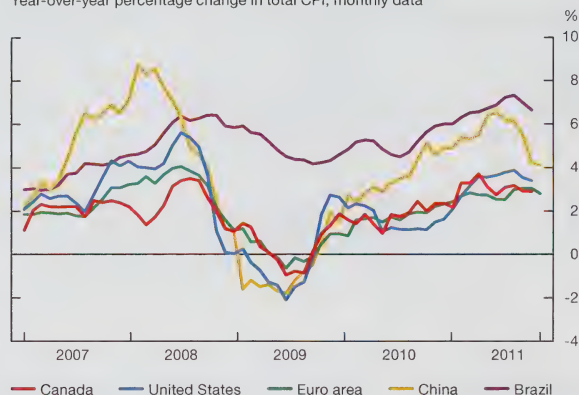
b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2011 *Monetary Policy Report*. Source: Bank of Canada

The recession in the euro area is now expected to last longer and to be somewhat deeper than anticipated in the October *Report*, owing to tighter credit conditions, additional fiscal austerity measures and more negative confidence effects. The Bank's base-case scenario assumes that European authorities will implement the measures required to contain the crisis, thus supporting a gradual recovery in economic growth beginning in late 2012. In the United States, economic conditions have improved in recent months, with better-than-anticipated growth in real GDP in the second half of 2011 and some recovery in consumer confidence. Nonetheless, growth in U.S. economic activity is expected to be relatively modest through 2013, owing to ongoing household deleveraging, fiscal consolidation and negative spillover effects from the European crisis. Growth in emerging-market economies has slowed,

*The recession in the euro area is now expected to last longer and to be somewhat deeper*

**Chart 1: Global inflation pressures have begun to moderate**

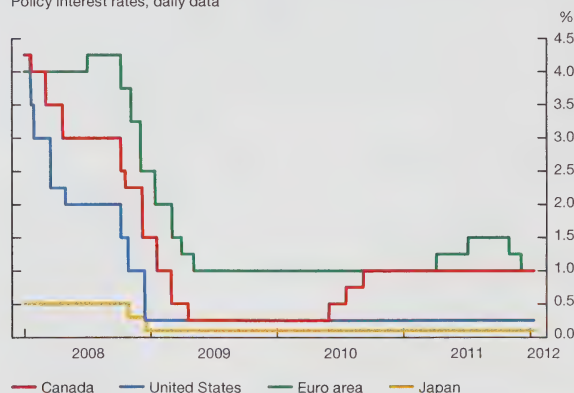
Year-over-year percentage change in total CPI, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, National Bureau of Statistics of China and Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística Last observations: November and December 2011

**Chart 2: Central banks in some advanced economies have provided further monetary stimulus**

Policy interest rates, daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 13 January 2012

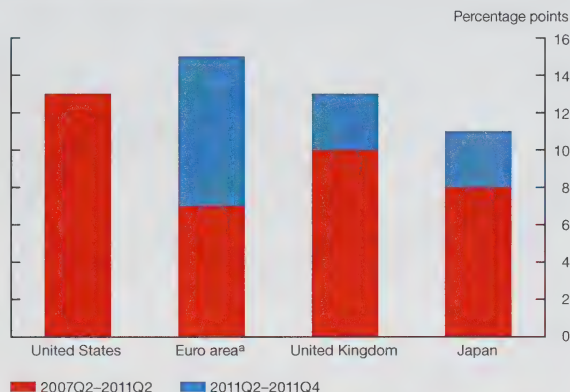
*In the United States, economic conditions have improved in recent months*

as expected, and is projected to moderate further toward a more sustainable—yet still robust—pace, in response to past tightening in domestic monetary policy and weaker global demand. Declines in commodity prices in the second half of last year and decreasing momentum in the global economy have begun to dampen inflation pressures (**Chart 1**).

Faced with subdued prospects for growth and diminishing inflation pressures, central banks in some advanced economies have provided additional monetary stimulus by lowering policy interest rates or engaging in further quantitative easing (**Chart 2** and **Chart 3**). They have also adopted additional measures to provide liquidity support to the financial system. Central banks in a number of emerging-market economies have also begun to loosen monetary policy, reversing earlier policy tightening.

### Chart 3: Some central banks have expanded their balance sheets further

Change in total central bank assets relative to GDP



a. The bar for the euro area represents balance-sheet changes of the European Central Bank and national central banks of those European member states whose currency is the euro.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis; U.S. Federal Reserve; Eurostat; European Central Bank; U.K. Office for National Statistics; Bank of England; Cabinet Office, Government of Japan; and Bank of Japan

Last observation: 2011Q4

## Global Financial Conditions

Conditions in global financial markets have tightened in recent months as the sovereign debt crisis in the euro area has deepened and banking sector stress has remained elevated. Tensions in euro-area government debt markets have escalated since the *October Report*. Bond spreads in some of the region's largest economies have risen, and yields for most of the peripheral sovereigns have reached post-euro record highs (**Chart 4** and **Chart 5**). In contrast, yields on government bonds in the United States, Germany and a number of other developed economies have continued to fall as investors shift toward safer and more-liquid assets (**Chart 6**).

Conditions in global short-term bank funding markets have generally deteriorated because of developments in Europe.<sup>1</sup> In particular, most European banks have been shut out of unsecured term-funding markets (**Technical Box 1**) in light of their significant exposure to euro-area sovereign debt, large recapitalization needs and major funding requirements. As a result, the European Central Bank (ECB) has provided increased liquidity to the European banking system against an expanded range of eligible collateral for periods of up to three years. European banks have also experienced severe difficulty accessing U.S.-dollar funds to finance their foreign-denominated assets. To alleviate these funding pressures, existing arrangements for temporary U.S.-dollar liquidity swaps between the U.S. Federal Reserve and five major central banks have been extended, and the rate on these arrangements has been reduced.<sup>2</sup> As a contingency measure, these central banks have also agreed to establish a network of temporary bilateral liquidity swap arrangements so that liquidity can be provided in each jurisdiction, in any of their currencies, should market conditions warrant.

*Conditions in global financial markets have tightened in recent months*

*Investors have shifted toward safer and more-liquid assets*

<sup>1</sup> The difference between interbank offered rates and their respective overnight index swap rates has reached its highest level since July 2009 in both the United States and Europe.

<sup>2</sup> The five major central banks are the European Central Bank and the central banks of the United Kingdom, Japan, Switzerland and Canada. The swap arrangements between these banks and the U.S. Federal Reserve were extended through 1 February 2013, and the rate on any drawing was reduced by 50 basis points.

**Chart 4: Tensions have escalated in funding markets for some larger euro-area sovereigns ...**

Yields on 10-year sovereign bonds, daily data

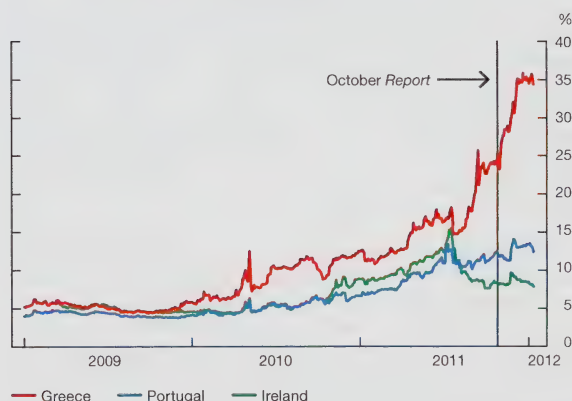


Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

**Chart 5: ... while bond yields for most euro-area peripheral sovereigns have reached record highs**

Yields on 10-year sovereign bonds, daily data



Note: Due to data limitations, yields on 9-year sovereign bonds are used for Ireland.

Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

Rising investor anxiety has also affected other asset classes, albeit to a lesser extent. Issuance of U.S. corporate debt has rebounded since the *October Report*, although credit spreads have remained at wider levels than in the first half of 2011. Global equity indexes are generally unchanged since late October but have shown considerable volatility (**Chart 7**), while European financial subindexes have declined significantly.

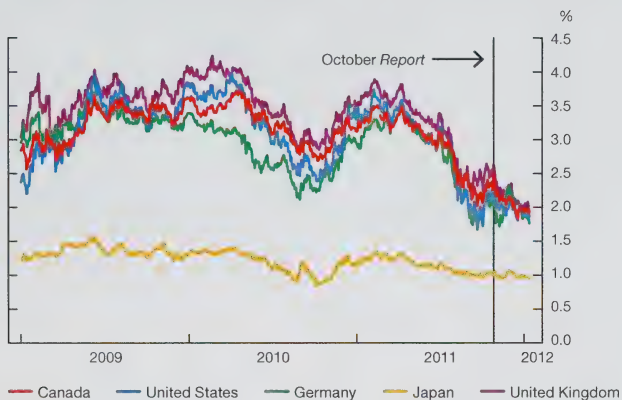
The deterioration in financial conditions is projected to persist for some time and to be increasingly transmitted to households and businesses through tighter borrowing conditions. Financial conditions are expected to improve in 2013, supported by a rebound in global economic activity.

*The deterioration in financial conditions is projected to persist for some time*



### Chart 6: Government bond yields in major economies have declined since the last Report

Yields on 10-year government bonds, daily data

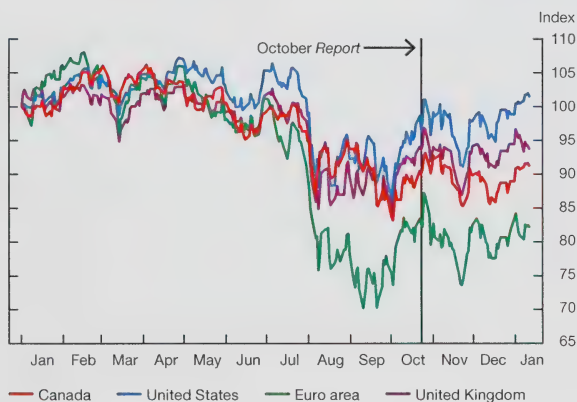


Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

### Chart 7: Equity indexes have shown considerable volatility since October

Indexes (1 January 2011 = 100), daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

## Euro-Area Financial Conditions and Spillover Effects

Concerns about the impact of the sovereign debt crisis on European banks have escalated. Banks from crisis countries have relied heavily on borrowing from the European Central Bank (ECB), since many of them cannot access unsecured funding markets (**Chart 1-A**). Moreover, the strong response to the ECB's three-year liquidity operation in December suggests that an increasing number of European banks face funding strains. They also continue to experience severe U.S.-dollar funding pressures, as evidenced by the rising cost of borrowing U.S. dollars on the foreign exchange swap market (**Chart 1-B**).

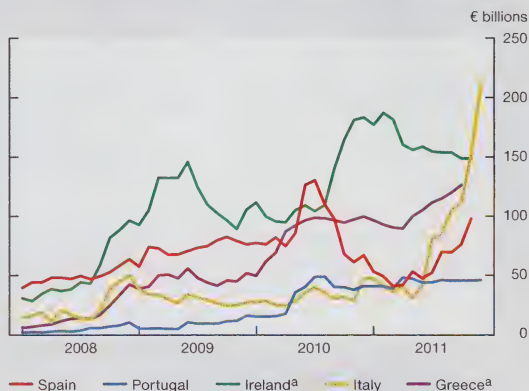
The spillovers into North American bank funding markets have thus far been relatively contained. Nevertheless, there is evidence of credit tiering for U.S. banks in unsecured term-funding markets. Moreover, the timing and pricing of new debt issues have been heavily influenced by shifting sentiments in global markets. Canadian banks continue to have solid access to term-funding markets, both in Canadian and U.S. dollars.

Thus far, the impact on global financial conditions from the strains in Europe has consisted mostly of a general retrenchment from risk-taking. Over the projection period, the impact is expected to become more widespread, however, and to take the form of increased funding pressures, adverse confidence effects and reduced availability of credit. In particular, deteriorating funding conditions are projected to push banks to restrict access to credit for households and businesses in Europe and the United States, adding to the drag on economic growth.<sup>1</sup>

To alleviate concerns over bank solvency, European authorities have required banks to increase their core Tier 1 capital ratios to 9 per cent by the end of June 2012. To improve their capital positions in a difficult environment for raising capital from private sources, a number of European banks have announced plans to sell assets, notably in their "non-core" business lines (e.g., capital market activities, investment banking and lending in "non-core" markets).<sup>2</sup> Balance-sheet deleveraging by European banks is projected to affect financial and economic conditions, both in the euro area and globally. Eastern European countries are particularly vulnerable to a decline in credit supply, since Western European

banks provide close to 40 per cent of their total credit (**Table 1-A**). With European banks accounting for a noticeable share of total lending in the United States, especially for business credit, the U.S. supply of credit is also expected to decline. This drop, in combination with confidence effects

**Chart 1-A: Banks from euro-area crisis countries have relied heavily on borrowing from the European Central Bank**

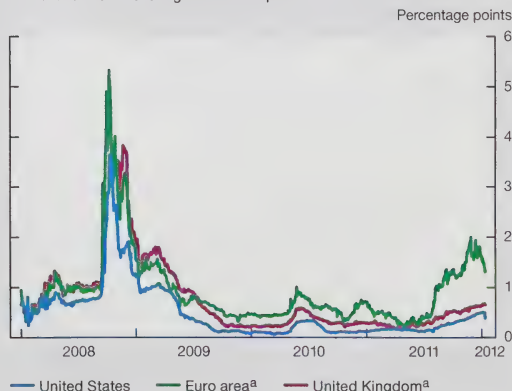


a. For Ireland and Greece, the figures include both liquidity provided through refinancing operations and liquidity provided by national central banks through their Emergency Liquidity Assistance programs.

Sources: Banco de España, Last observations: December 2011 for Italy and Portugal, Central Bank of Ireland, November 2011 for Spain and Ireland, Bank of Greece and Banca d'Italia, October 2011 for Greece

**Chart 1-B: U.S.-dollar funding markets for European banks are experiencing acute tensions**

Spreads between 3-month U.S.-dollar bank borrowing rates and U.S. 3-month overnight index swaps



a. Implied borrowing rates  
Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

- 1 The October 2011 euro-area Bank Lending Survey indicates that euro-area banks have tightened their lending standards.
- 2 The European Banking Authority estimates that European banks face a total capital shortfall of €114.7 billion to achieve the 9 per cent target for their core Tier 1 capital ratios. This new figure is slightly higher than the €106 billion estimate released at the end of October, with German banks experiencing the largest increase. In an extreme scenario where banks would aim to achieve this target only by selling assets (i.e., without raising equity or using retained earnings to boost their capital positions), they could sell up to €2.8 trillion of assets.

and weaker economic prospects, is projected to constrain growth in business investment.<sup>3</sup>

Overall, the crisis in the euro area is projected to dampen global economic growth considerably, reducing the level of

3 The Federal Reserve's 2011Q3 Senior Loan Officer Opinion Survey suggests that, to date, signs of tightening have been observed for foreign banks only (for lending standards on commercial and industrial loans).

world GDP by somewhat more than 1 per cent by the end of 2012, including reductions of 0.8 per cent in the United States and 0.6 per cent in Canada. These estimates include both direct trade effects and indirect spillovers owing to increased funding pressures, lower confidence and reduced availability of credit.

**Table 1-A: Foreign claims of European banks on selected countries or groups of countries (2011Q2)**

Aggregate foreign claims of European banks	Eastern European emerging-market economies <sup>a</sup>			Brazil, Russia, India and China			United States		
	Total	On banks	On non-bank private sector	Total	On banks	On non-bank private sector	Total	On banks	On non-bank private sector
As a percentage of total credit <sup>b</sup>	38.0	4.6	23.3	6.4	1.6	3.4	17.6	3.3	10.7
US\$ millions	654,552	79,992	400,443	999,222	247,728	525,846	3,782,796	705,590	2,303,319

a. Czech Republic, Poland and Turkey

b. Total credit is calculated as the sum of domestic credit (IMF data) and the total foreign claims of the 24 reporting countries (BIS data).

Sources: International Monetary Fund *International Financial Statistics* and Bank for International Settlements

## Euro Area

Recent economic indicators suggest that the euro area entered a recession in the fourth quarter of 2011. Purchasing managers indexes have fallen below the threshold that divides growth from contraction (**Chart 8**), and confidence indicators have declined to levels typically seen during recessions. Unemployment rates have started to rise (particularly in the periphery) from already-elevated levels. Worsening economic conditions and increased borrowing costs have further weakened public finances and heightened concerns about bank balance sheets, even though a number of countries, including France, Italy and Spain, have adopted additional fiscal austerity and structural reform measures (**Technical Box 2**). Faced with higher funding costs, European banks are restricting access to credit and charging higher interest rates on loans to businesses and households (**Chart 9**). The adverse feedback loop between economic weakness, sovereign debt vulnerabilities and financial sector strains has thus become more entrenched. Growing excess supply and declines in commodity prices are expected to dampen inflation pressures throughout most of the region.

In addition to measures aimed at supporting the financial system, the ECB has reduced its policy interest rate by 50 basis points, given the recent deterioration in economic activity. In an effort to restore financial stability and confidence, European policy-makers have announced a number of initiatives, including increased private sector debt relief for Greece, a higher requirement for core Tier 1 capital ratios for banks, an earlier starting date for the European Stability Mechanism and a new Fiscal Compact to enhance fiscal discipline.<sup>3</sup>

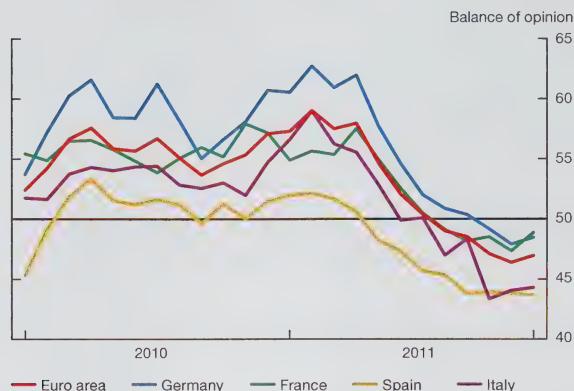
Economic prospects in the euro area have diminished further since the October *Report* and continue to be subject to a high degree of uncertainty. The Bank's base-case projection assumes that European authorities will

*Recent economic indicators suggest that the euro area has entered a recession*

3 Annual structural deficits of euro-area member states would be constrained to a maximum of 0.5 per cent of GDP. This rule has not yet been ratified at the individual country level.

**Chart 8: In the euro area, purchasing managers indexes point to a contraction in activity**

Manufacturing purchasing managers indexes, monthly data



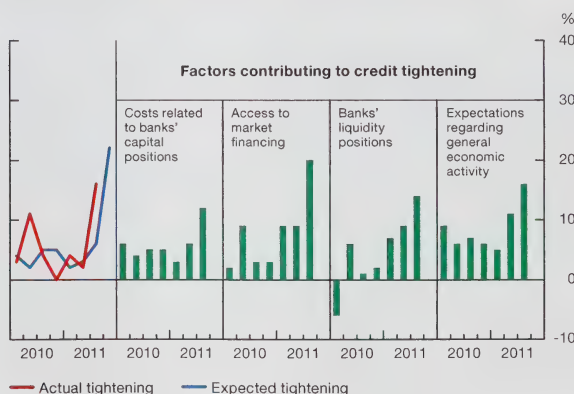
Note: The purchasing managers index (PMI) is a composite diffusion index of manufacturing conditions. A reading above (below) 50 indicates an improvement (a deterioration) in overall business conditions in the manufacturing sector compared with the previous month.

Source: Markit

Last observation: December 2011

**Chart 9: Euro-area banks are restricting access to credit**

Net percentages of banks contributing to credit tightening for enterprises



Note: Data reflect responses to the euro-area Bank Lending Survey. "Actual tightening" refers to the tightening that has already occurred, while "expected tightening" refers to the additional tightening anticipated by banks.

Source: European Central Bank

Last observation: 2011Q3

implement sufficient measures to contain the crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks. The ongoing recession is expected to last four quarters, resulting in a peak-to-trough decline in economic activity of close to 1.5 per cent. Deteriorating financial conditions, bank deleveraging, fiscal consolidation and large negative confidence effects are expected to lead to a contraction in domestic demand in 2012, and growth in exports is projected to slow notably, owing to weaker global demand. Economic outcomes are expected to vary widely across countries, however, with subdued growth in the core economies and a significant contraction in the periphery. A modest recovery is expected to begin in the euro area in late 2012 as financing conditions begin to improve and confidence gradually



## Fiscal Austerity in the Euro Area

From an aggregate perspective, the euro area's public debt burden is lower than that of the United States and Japan. However, many individual countries have high public deficits and public debt levels well above 90 per cent of GDP.<sup>1</sup> Similarly, while the aggregate current account deficit for the whole euro area is about 0.5 per cent of GDP, with a small net negative international investment position, there are significant variations at the country level (**Table 2-A**). Notably, some of the peripheral countries have had large negative net international investment positions of more than 20 per cent of GDP and sizable current account deficits, often in excess of 5 per cent of GDP, although these current account deficits have decreased markedly in recent months.

Elevated debt levels, lack of competitiveness, prospects of sluggish growth and deteriorating fiscal positions (owing in part to upcoming age-related pressures) have led to substantial increases in sovereign borrowing costs and, consequently, to banking sector stress in many euro-area countries. To restore fiscal balance, most euro-area countries are introducing additional measures to promote fiscal austerity and structural reforms to generate growth and ensure a sustainable debt path.<sup>2</sup> Announced austerity plans include a mix of pension reforms, tax increases and reductions in government spending, including lower public sector employment. Government spending cuts account for most of the planned fiscal adjustment, but sizable tax

**Chart 2-A: Fiscal austerity measures are expected to reduce euro-area GDP growth in coming years**

Contribution to real GDP growth in percentage points, annual data



Source: Bank of Canada calculations and projections

increases are being enacted in several countries as well. Structural reforms, announced or planned, generally focus on improving competition in product markets and flexibility in labour markets.

Fiscal and structural reform policies will ultimately enhance euro-area growth by reducing borrowing costs, increasing the flexibility of the economy and improving productivity. In the near term, however, the prospects for economic growth in the euro area are already weak, and tightening fiscal policy will result in even slower growth. As **Chart 2-A** shows, fiscal austerity creates a significant drag on GDP growth in

(continued)

- 1 C. Reinhart and K. Rogoff find that debt starts to have adverse effects on growth when it exceeds 90 per cent of GDP ("Growth in a Time of Debt," *American Economic Review* 100, no. 2 (2010): 573–78.)
- 2 Moreover, increased fiscal discipline is being considered for the whole European Union, with the most recent EU summit calling for additional fiscal rules with greater centralized oversight of national budgets.

**Table 2-A: Euro-area internal imbalances have led to sizable fiscal-adjustment programs**

Country	General government deficit, 2010 (% of GDP)	Gross debt, 2010 (% of GDP)	Average current account surplus/deficit, 2005–10 (% of GDP)	10-year bond spread relative to Germany (basis points) <sup>a</sup>	Change in 10-year bond spread since 3 January 2011 (basis points) <sup>a</sup>	Total size of announced fiscal adjustment, 2012–14 (% of GDP) <sup>b</sup>
Italy	4.5	119	-2	486	305	7
Ireland <sup>c</sup>	32.0	95	-3	476	-89	8
Spain	9.2	60	-8	343	94	4 <sup>d</sup>
Greece	10.4	143	-12	2,957	1,997	12
Portugal	9.1	93	-11	1,016	646	8
Germany	3.3	84	6	--	--	3
France	7.1	82	-1	130	88	4

a. As of 13 January 2012

b. Figures for fiscal adjustments as a share of GDP are Bank of Canada calculations based on national government announcements, as well as IMF and OECD sources.

c. Due to data limitations, yields on 9-year sovereign bonds are used for Ireland.

d. Note that more recent announcements are not included in this figure, as details have not been provided.

Sources: IMF World Economic Outlook database, September 2011, and Eurostat

the Bank's outlook, removing about 0.7 percentage points from euro-area growth in 2012, 1.5 percentage points in 2013 and 0.8 percentage points in 2014.<sup>3</sup> In light of this deficiency in demand, the global rotation of demand (and hence greater demand for European exports) will be critical to support growth in the euro area during this period.

The negative effects from austerity are not necessarily limited to their immediate impact on GDP—there is a risk that a negative feedback loop between weak economic growth, declining tax revenues, stress in the banking sector and rising borrowing costs could become more severe. Negative shocks

<sup>3</sup> Note that fiscal austerity will have a net negative effect on growth relative to a scenario where delayed fiscal consolidation does not negatively affect growth.

to growth will lower tax revenues and may raise borrowing costs, exacerbating government deficits and increasing pressures on euro-area banks (since they have large exposures to sovereign debt). This in turn could create a need for greater austerity, which would further reduce GDP growth.

Conversely, if too little fiscal consolidation is implemented, the outcome could be much worse. Insufficient or non-credible commitments to fiscal and structural reforms risk loss of investor confidence and a rapid escalation of borrowing costs. Such a scenario would likely entail an even deeper recession and, ultimately, the need for more severe fiscal tightening and even debt writedowns.

This dilemma underscores the importance of structural reforms to boost growth.

recovers in response to the implementation of required policy measures and structural reforms. Overall, relative to expectations in the *October Report*, the level of real GDP in the euro area is projected to be about 1 per cent lower at the end of 2013.

## United States

Recent economic activity in the United States has been stronger than anticipated. Boosted by higher consumer spending and business investment, growth in real GDP rebounded to approximately 2.5 per cent in the second half of 2011. Despite this positive surprise, the U.S. recovery is expected to proceed at a more modest pace through 2012–13, with GDP growth averaging roughly 2 per cent per year, owing to headwinds from household deleveraging, fiscal consolidation and spillover effects from the European crisis.

U.S. inflation pressures are projected to decrease in response to lower commodity prices and significant excess capacity. As a result, the Federal Reserve is expected to maintain very accommodative monetary conditions. Average annual GDP growth in the United States is projected to be slightly stronger in 2012 than anticipated in the *October Report*, mainly reflecting the rebound in growth in the second half of 2011 and reduced fiscal tightening. Growth in 2013 is, however, expected to be significantly weaker.

Fiscal consolidation is projected to exert a drag on U.S. real GDP growth amounting to about 0.8 percentage points in 2012 and about 2.5 percentage points in 2013 (**Chart 10**). The estimated impact in 2012 is smaller than was anticipated in the *October Report*, given improved prospects for the extension of the payroll tax cuts and unemployment insurance benefits that were scheduled to expire at the end of 2011.<sup>4</sup> The estimated drag in 2013 is larger,

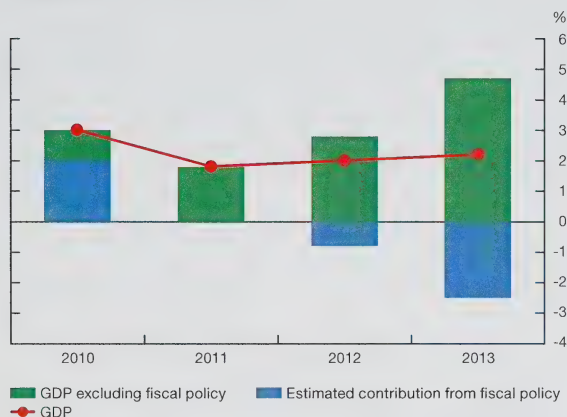
<sup>4</sup> Although these measures have been renewed for two months, the Bank's base-case scenario now assumes that they will be extended to the end of 2012.

*Growth in U.S. real GDP rebounded in the second half of 2011, but is expected to proceed at a more modest pace*

*Fiscal consolidation is projected to exert a drag on U.S. real GDP growth*

**Chart 10: Fiscal consolidation is projected to exert a drag on U.S. real GDP growth**

Annual data



Note: The contribution of fiscal policy to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects on other components of aggregate demand.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

however, reflecting the impact of spending cuts that are assumed to take place during 2013.<sup>5</sup>

Consumption growth has been supported in recent months by declines in commodity prices from the peaks observed a year ago, as well as by an improvement in consumer confidence and the increased availability of motor vehicles at U.S. dealerships following the restoration of Japanese supply chains. Growth in personal disposable income has remained weak, however, and the savings rate has fallen below the 5 per cent to 6 per cent range that the Bank expects will be needed to rebuild household balance sheets over the medium term (**Chart 11**). U.S. consumption is therefore expected to grow more modestly through 2013, as households renew efforts to repair their balance sheets in an environment of slowly improving labour market conditions and a persistent drag on incomes due to fiscal consolidation (**Chart 12**). In addition, U.S. banks are projected to tighten lending standards for consumers and businesses in reaction to increased funding costs related to the European crisis.

Restricted access to mortgage credit, together with an elevated inventory of foreclosed properties, is expected to keep the construction of new homes at a low level during most of 2012. Tighter financial conditions and high vacancy rates should also limit growth in the construction of non-residential structures over this period. A modest recovery is projected in both residential and non-residential construction toward the end of 2012, when financial conditions are expected to improve.

Exports and business investment in equipment and software are expected to continue to be important drivers of U.S. economic growth over the projection horizon, although their contribution is projected to decrease somewhat in 2012. Indeed, despite support from healthy corporate balance sheets, growth in

*Exports and business investment in equipment and software are expected to continue to be important drivers of U.S. economic growth*

<sup>5</sup> In November 2011, the Joint Select Committee on Deficit Reduction announced that it had failed to agree on measures to lower the U.S. budget deficit by a minimum of US\$1.2 trillion over the next nine years. As a result, sequestration of this amount has been triggered. According to the Budget Control Act of 2011, these cuts are to be implemented evenly between 2013 and 2021.

**Chart 11: The U.S. savings rate has fallen below the level consistent with rebuilding household balance sheets<sup>a</sup>**

Personal savings as a percentage of personal disposable income, monthly data



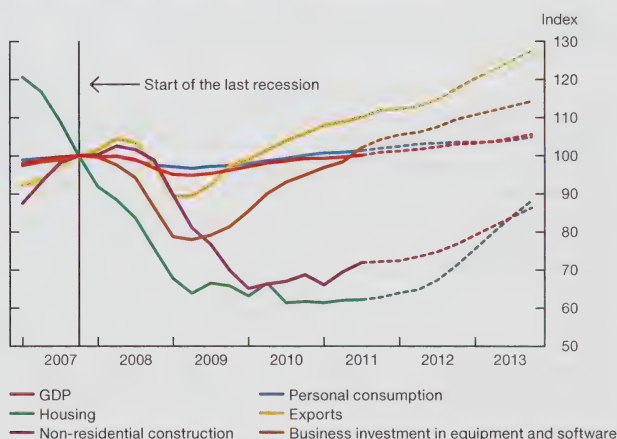
a. A savings rate of 5 per cent to 6 per cent is considered by the Bank to be consistent with the repair of U.S. household balance sheets over time.

Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Last observation: November 2011

**Chart 12: U.S. consumption is expected to grow modestly through 2013**

Index: 2007Q4 = 100, chained 2005 U.S. dollars, quarterly data



Note: Dotted lines indicate projections.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

business investment is expected to be constrained during the year by uncertainty over prospects for future growth, tightening financial conditions and low rates of resource utilization. The pace of expansion in business investment is projected to improve in 2013 once these effects begin to dissipate.

Growth in exports is expected to slow in 2012, owing to weaker growth in global demand as well as the recent appreciation of the U.S. dollar, which partly reflected international investor demand for the safety and liquidity of U.S. Treasury securities. Exports are projected to recover somewhat in 2013, however, in response to a gradual strengthening in external demand.



## Other Advanced Economies

In Japan, activity related to reconstruction helped boost the growth of real GDP to 5.6 per cent in the third quarter of 2011. Real GDP growth moderated sharply in the fourth quarter of last year, however, and is projected to average less than 2.0 per cent per year through 2013 as the impetus from the rebuilding of infrastructure wanes. At the same time, slowing external demand and the recent sharp appreciation of the yen are expected to weigh on export growth. In reaction to the deceleration in economic activity, the Bank of Japan has further expanded the size of its asset-purchase program. The central bank also intervened in foreign exchange markets at the end of October to limit the rise of the yen.

Real GDP growth in other advanced economies has slowed recently and is expected to be subdued in coming quarters, reflecting a weakening in external demand, declining household and business confidence, and continued drag from fiscal consolidation. To counter the deterioration in economic conditions, monetary authorities in a number of countries, including Australia, Norway and Sweden, have lowered their policy interest rates. Some economies with significant trade and financial links with the euro area could experience a recession. Economic activity is expected to gather momentum toward the end of 2012, supported by a modest recovery in global growth and an improvement in confidence.

---

*Real GDP growth in Japan is projected to average less than 2.0 per cent per year through 2013 as the impetus from the rebuilding of infrastructure wanes*

## Emerging-Market Economies

Economic growth in China decelerated to 9.1 per cent in the third quarter of 2011 in response to the past tightening in monetary policy and slowing external demand, especially from Europe, its most important trading partner. Measures undertaken by the authorities to cool activity in the real estate sector have led to a softening in housing demand and a fall in property prices. Moderating food prices contributed to a marked decline in the overall inflation rate to 4.1 per cent in December from a recent peak of 6.5 per cent in July. With inflation pressures easing, Chinese authorities have shifted toward a more accommodative monetary policy stance and in December lowered the reserve requirement ratio for financial institutions by 50 basis points. Growth in real GDP is nevertheless projected to moderate to around 8 per cent over 2012–13. Structural reforms and a modest appreciation of the Chinese real exchange rate are expected to support a gradual rotation of demand away from investment and exports and toward consumption.

---

*Economic growth in China decelerated to 9.1 per cent in the third quarter*

Despite some slowing due to a moderation in global demand, real GDP growth in other emerging-market economies is expected to remain relatively strong, supported by an easing in monetary policy. This generally positive outlook is tempered, however, by the effects of increased risk aversion in global financial markets, which has led to capital outflows from some emerging-market economies, implying some tightening in credit conditions. Growth is projected to slow particularly rapidly in the countries of Central and Eastern Europe, since their exports are directed principally toward Europe and their financial systems are heavily dominated by Western European banks.

---

*With inflation pressures easing, Chinese authorities have shifted toward a more accommodative monetary policy stance*

## Commodity Prices

Prices for non-energy commodities are essentially unchanged since the *October Report*. While the prices of base metals and agricultural commodities have recovered somewhat in recent weeks following declines in late 2011, the prices of non-energy commodities are projected to fall in 2012 in

---

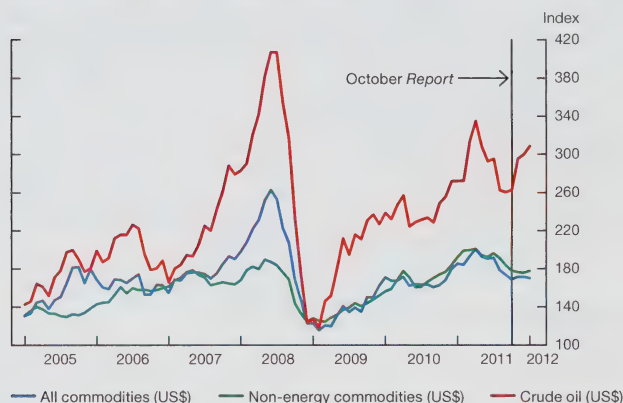
*Prices of non-energy commodities are projected to fall in 2012*

reaction to diminished prospects for global economic growth, before partially recovering in 2013 when global demand conditions begin to improve (**Chart 13**). This profile is lower over the projection horizon than had been anticipated in October.

Prices for energy commodities have been mixed in recent months. Prices for West Texas Intermediate (WTI) crude oil have rebounded to roughly US\$100 per barrel, reflecting low global inventories and geopolitical tensions.

**Chart 13: Prices for non-energy commodities have changed little since the October Report, but oil prices have increased**

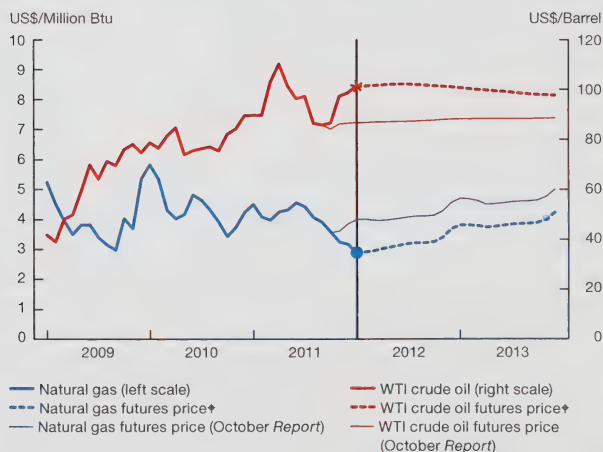
Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



Note: Values in January 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 January 2012.  
Source: Bank of Canada Last observation: January 2012

**Chart 14: Prices for natural gas are projected to rise through 2013, but WTI oil prices are expected to decline**

Monthly data



\* Spot price for crude oil (13 January 2012)  
● Spot price for natural gas (13 January 2012)  
† Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 January 2012  
Note: Values for crude oil and natural gas prices in January 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 January 2012.  
Source: NYMEX

In addition, improved prospects for alleviating the inventory overhang in Cushing have led to a narrowing in the WTI-Brent spread to around US\$10 per barrel from US\$24 per barrel in October. The latest futures curve suggests that WTI crude prices are projected to ease modestly through the end of 2013, although prices are expected to remain above the levels anticipated at the time of the *October Report* (**Chart 14**). In contrast, natural gas prices in North America have fallen sharply in response to unseasonably warm weather, in an environment of persistent excess supply. While prices are projected to recover through 2013 based on the latest futures curve, the level of natural gas prices is expected to remain lower through 2013 than anticipated in the *October Report*.

---

*Natural gas prices in North America have fallen sharply*

---

## Implications for the Canadian Economy

Despite the relatively subdued outlook for global economic growth, external demand for Canada's exports, as indicated by the foreign activity measure, is projected to grow moderately in 2012 and to pick up further in 2013 in response to an improvement in U.S. residential construction and a rebound in the growth in U.S. business investment (**Chart 15**). Deteriorating economic conditions in Europe have a relatively modest impact on the foreign activity measure, given Canada's limited direct trade links with Europe, and will affect Canadian exports primarily through their spillover effects on U.S. private domestic demand. Nonetheless, the crisis in Europe is expected to have an indirect impact on the Canadian economy through its implications for financial conditions, confidence and global commodity prices.

---

*External demand for Canada's exports is projected to grow moderately in 2012*

---



---

*Deteriorating economic conditions in Europe have a relatively modest impact on the foreign activity measure*

---

The Bank of Canada's commodity price index (BCPI) has declined since the *October Report*, owing mainly to the impact of lower natural gas prices, which has more than offset the effect of the higher price of WTI oil. Over the projection horizon, the BCPI is projected to increase as natural gas prices rise, despite expected declines in the prices of non-energy commodities and crude oil, but to remain somewhat below the levels anticipated in the *October Report*.

---

*The BCPI is projected to increase as natural gas prices rise but to remain somewhat below the levels anticipated in the October Report*

---

**Chart 15: The recovery in foreign activity is projected to continue**

Index: 2002 = 100, quarterly data

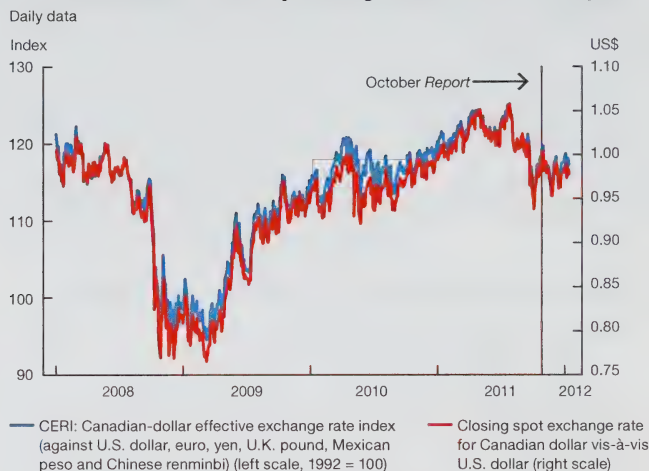


Note: Dotted line indicates projection.

The foreign activity measure captures the composition of foreign demand for Canadian exports by including components of U.S. private final domestic demand and economic activity in Canada's other trading partners.

Source: Bank of Canada calculations and projections

**Chart 16: The Canadian dollar is relatively unchanged since the October Report**



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 13 January 2012

The Canadian dollar has averaged close to 98 cents U.S. since the December fixed announcement date and is assumed to remain at this level over the projection horizon (**Chart 16**). This is very close to the 99 cents U.S. level assumed in the *October Report*.



# The Canadian Economy

---

The Bank's outlook for the Canadian economy is little changed relative to the *October Report*. Although growth in the second half of 2011 was stronger than anticipated, the weaker external outlook is expected to affect the Canadian economy through confidence, financial and trade channels. The Bank continues to expect that these headwinds will limit economic growth in Canada in 2012 to a modest pace, after which growth is projected to pick up as the global environment improves. Private domestic demand is anticipated to remain the primary driver of growth in Canada throughout the projection horizon, with relatively weak global economic growth and competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar, continuing to restrain net exports.

Consistent with this outlook, the Bank continues to expect that the output gap will persist well into 2013. Excess supply in the economy, together with moderate growth in labour compensation and dissipating pressures from commodity prices, is anticipated to result in a moderation in both total and core CPI inflation to below 2 per cent around mid-2012. This moderation is projected to be slightly less pronounced than in the *October Report*, partly reflecting some expected persistence in the slightly firmer prices seen recently for a few goods, as well as a slightly higher assumed path for oil prices. Nonetheless, the broad profile for inflation in Canada is little changed, with the Bank projecting both total and core inflation to return gradually to 2 per cent over the latter part of the projection horizon as slack in the economy is slowly absorbed and inflation expectations remain well anchored.

---

*The Bank's outlook for the Canadian economy is little changed relative to the October Report*

---

*Total and core CPI inflation are expected to moderate to below 2 per cent around mid-2012 ... before returning gradually to 2 per cent over the latter part of the projection horizon*

## Financial Conditions

Despite the deterioration in global financial conditions, the aggregate supply and price of credit to businesses and households in Canada remain very stimulative (**Chart 17**), providing important ongoing support to the economic expansion. Both the Bank's *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2011Q4) and the *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Winter 2011) suggested that business-lending conditions were little changed in the fourth quarter, after several quarters of sustained easing (**Chart 18**). Household credit remains readily available at very low rates.

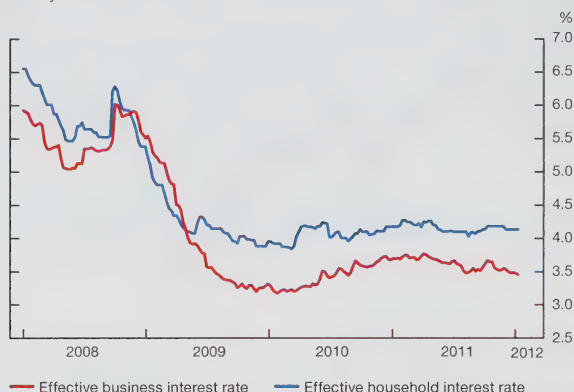
---

*The aggregate supply and price of credit to businesses and households in Canada remain very stimulative*

Canadian financial markets have been resilient in recent months. The S&P/TSX Composite Index is roughly unchanged since the *October Report*, as are the relative prices of Canadian bank equities (**Chart 19**). Canadian

**Chart 17: Borrowing costs for households and businesses remain at exceptionally low levels**

Weekly data



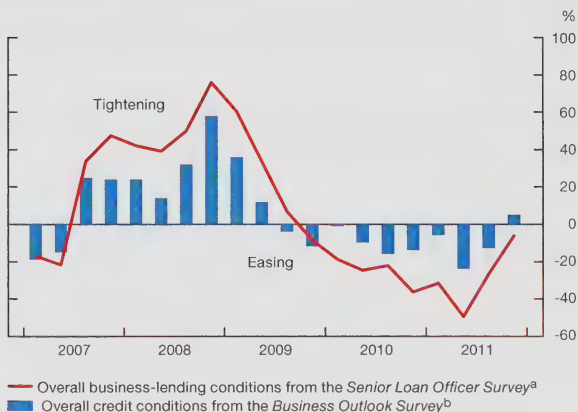
Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 13 January 2012

**Chart 18: Survey results suggest that credit conditions for Canadian firms were little changed in 2011Q4**

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2011Q4

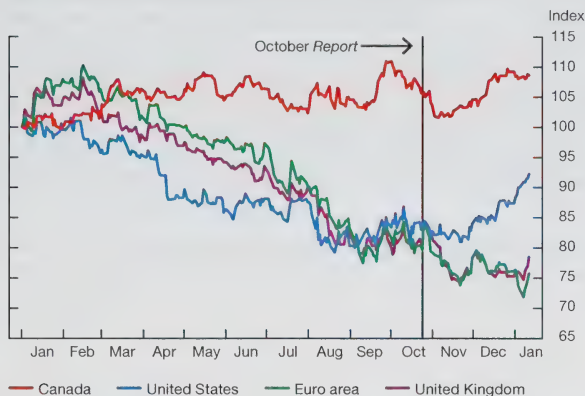
corporate spreads have narrowed marginally and issuance has been reasonably healthy, while government bond yields have declined sharply, with the 10-year nominal yield falling below 2 per cent for the first time. This is partly due to sustained international demand for the debt of Canadian governments, banks and corporations, a sign that their credit quality is perceived to be high by global standards.

In this context, Canadian banks remain well positioned to lend, with ready access to relatively low-cost funding across the term structure. This strong position has facilitated further declines in residential mortgage rates in

*Canadian banks remain well positioned to lend*

**Chart 19: Canadian bank equity indexes have outperformed foreign bank equity indexes on a relative basis**

Bank equity index/broad equity index (1 January 2011 = 100), daily data

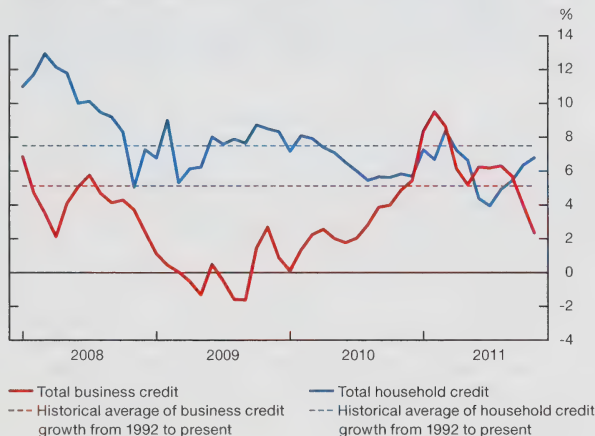


Source: Bloomberg

Last observation: 13 January 2012

**Chart 20: Household credit growth has firmed while business credit growth has slowed**

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Last observation: November 2011

recent weeks, potentially adding to the recent momentum in the growth of household credit, which picked up through the autumn as resale housing market activity strengthened (**Chart 20**). In contrast, the growth of business credit slowed in recent months despite the persistence of historically low borrowing costs, consistent with a slowing in the growth of business investment amid heightened economic and financial uncertainty.

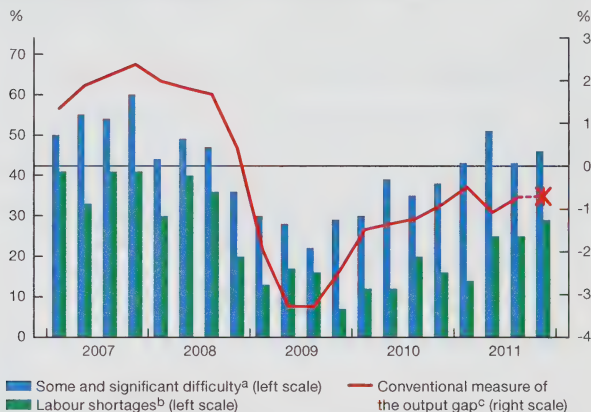
Growth in the narrow monetary aggregates continued to rebound in the fourth quarter, reflecting some increase in liquidity preference, with heightened uncertainty and low alternative rates of return likely playing a role. Growth in the broad monetary aggregates has also picked up, albeit to a lesser extent, remaining consistent with relatively subdued inflation pressures ahead.

*The growth of household credit picked up through the autumn*

## Estimated Pressures on Capacity

The level of real GDP in the fourth quarter of 2011 was 0.6 percentage points higher than the Bank had projected in the *October Report*. Real GDP grew by 3.5 per cent in the third quarter of 2011 and is estimated to have risen by 2.0 per cent in the fourth quarter, above expectations in the *October Report*. These stronger results reflect a larger rebound from the temporary factors that had restrained growth earlier in the year, as well as greater momentum in household expenditures in Canada and stronger-than-anticipated activity in the United States. The resulting higher level of activity in Canada implies less slack in the economy than previously expected. The Bank's conventional

**Chart 21: Excess supply persists in the Canadian economy**



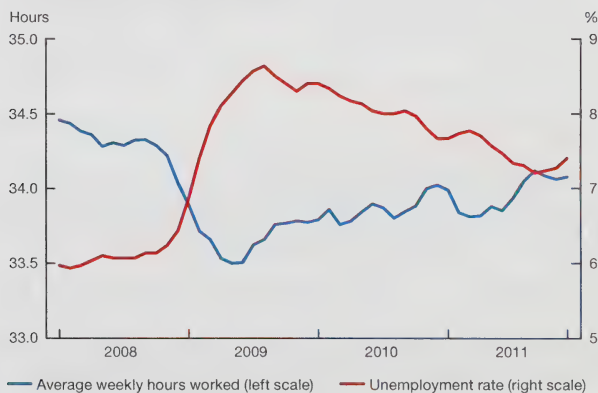
- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
- b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
- c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the fourth quarter of 2011 (indicated by \*) is based on a projected increase in output of 2.0 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2011Q4

**Chart 22: Labour market indicators have softened in recent months**

Monthly data, 3-month moving average



Source: Statistics Canada

Last observation: December 2011

*The higher level of activity in Canada implies less slack in the economy*



measure of the output gap has shown similar dynamics, narrowing to -0.7 per cent in the fourth quarter of 2011 (**Chart 21**). The Bank's winter *Business Outlook Survey* also showed that the proportion of firms that would have difficulty responding to an unexpected increase in demand edged up relative to the previous survey, remaining at a level close to its historical average.

In contrast, conditions in the labour market have softened in recent months. The unemployment rate rose through the fourth quarter to reach 7.5 per cent in December, reflecting a decline in private sector employment, and average weekly hours worked have fallen (**Chart 22**). While responses to the Bank's winter *Business Outlook Survey* showed an increase in the proportion of firms reporting labour shortages, this proportion remains below its historical average.

On balance, the Bank judges that the economy was operating at roughly three-quarters of a per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2011, a smaller degree of slack than the Bank had anticipated in the *October Report*.

*Conditions in the labour market have softened in recent months*

*The Bank judges that the economy was operating at roughly three-quarters of a per cent below its production capacity in the fourth quarter of 2011*

## Economic Activity

The Bank expects modest growth in the Canadian economy in the first half of 2012, after which growth is projected to improve (**Chart 23**). As in the *October Report*, this projection assumes that the crisis in Europe will be contained, eventually leading to reduced uncertainty and a gradual return of confidence. On an average annual basis, growth in real GDP is projected to moderate from 2.4 per cent in 2011 to 2.0 per cent in 2012, before picking up temporarily above the rate of the economy's production potential to 2.8 per cent in 2013 (**Table 2**). Private domestic demand, supported by accommodative domestic financial conditions, is expected to account for almost all of Canada's economic growth over the projection horizon (**Chart 24**).

*The Bank expects modest growth in the Canadian economy in the first half of 2012, after which growth is projected to improve*

This outlook for the Canadian economy is little changed from the *October Report*. While the economy had more momentum in the second half of 2011 than anticipated, the projected pace of growth through 2012 is more modest than previously envisaged (**Table 3**). The weaker quarterly profile through 2012 reflects more persistent uncertainty about the global economic and

**Chart 23: Real GDP growth is expected to pick up in the second half of 2012, resulting in a gradual absorption of excess supply**



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

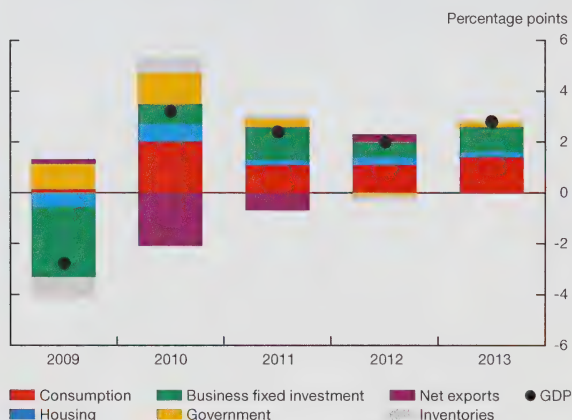
**Table 2: Contributions to average annual real GDP growth**Percentage points<sup>a</sup>

	2010	2011	2012	2013
Consumption	2.0 (2.0)	1.1 (1.0)	1.1 (1.2)	1.4 (1.4)
Housing	0.7 (0.7)	0.2 (0.1)	0.3 (0.0)	0.2 (0.1)
Government	1.2 (1.2)	0.3 (0.3)	-0.1 (-0.1)	0.2 (0.3)
Business fixed investment	0.8 (0.8)	1.3 (1.4)	0.6 (0.7)	1.0 (1.0)
<b>Subtotal: Final domestic demand</b>	<b>4.7 (4.7)</b>	<b>2.9 (2.8)</b>	<b>1.9 (1.8)</b>	<b>2.8 (2.8)</b>
Exports	1.8 (1.8)	1.3 (1.2)	1.1 (0.9)	1.0 (1.1)
Imports	-4.0 (-4.0)	-2.0 (-2.1)	-0.8 (-0.7)	-1.0 (-1.0)
<b>Subtotal: Net exports</b>	<b>-2.1 (-2.1)</b>	<b>-0.7 (-0.9)</b>	<b>0.3 (0.2)</b>	<b>0.0 (0.1)</b>
Inventories	0.6 (0.6)	0.2 (0.2)	-0.2 (-0.1)	0.0 (0.0)
<b>GDP</b>	<b>3.2 (3.2)</b>	<b>2.4 (2.1)</b>	<b>2.0 (1.9)</b>	<b>2.8 (2.9)</b>
<b>Memo items:</b>				
Potential output	1.6 (1.6)	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)
Real gross domestic income (GDI)	5.0 (5.0)	3.4 (2.8)	1.9 (1.1)	3.0 (3.6)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2011 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2011 *Monetary Policy Report*.

**Chart 24: Private domestic demand is projected to account for most of the economic growth in Canada**

Contributions to real GDP growth



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

financial outlook, which dampens private domestic demand through confidence and financial channels, and weaker projected growth in foreign activity, which depresses Canadian exports.

Household expenditures—the combination of consumer spending and residential investment—are now projected to grow at a steady pace through 2013, which is a stronger outlook than in the *October Report*. The Bank continues to expect that consumption will grow at a rate slightly below the projected moderate growth in personal disposable income (**Chart 25**), resulting in a modest rise in the savings rate. Residential investment is, however, now expected to remain strong, owing to its greater-than-anticipated momentum in the second half of last year and favourable mortgage financing conditions.

*This outlook for household expenditures is stronger than in the October Report*

**Table 3: Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>**

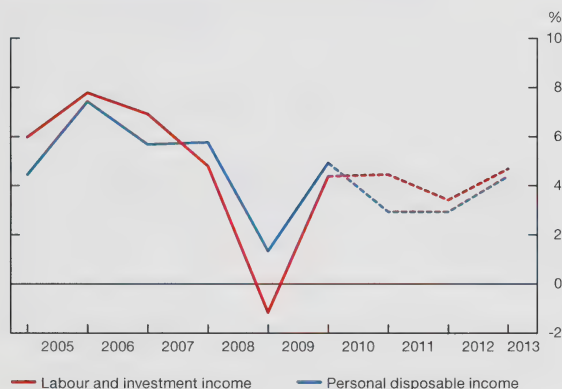
	2010	2011				2012				2013			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.1 (3.1)	3.5 (3.6)	-0.5 (-0.4)	3.5 (2.0)	2.0 (0.8)	1.8 (1.9)	1.8 (2.5)	2.1 (3.0)	2.6 (3.0)	3.1 (3.0)	3.1 (3.0)	3.0 (3.0)	2.8 (3.0)
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.3 (3.3)	2.8 (2.9)	2.1 (2.2)	2.4 (2.1)	2.1 (1.5)	1.7 (1.1)	2.3 (1.8)	1.9 (2.1)	2.1 (2.6)	2.4 (2.9)	2.7 (3.0)	2.9 (3.0)	3.0 (2.9)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.3 (1.3)	1.6 (1.6)	1.9 (1.9)	2.2 (2.0)	2.1 (1.8)	2.0 (1.7)	1.9 (1.7)	1.7 (1.6)	1.9 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.6 (2.6)	3.4 (3.4)	3.0 (3.0)	2.8 (2.7)	2.2 (1.9)	1.5 (1.0)	1.7 (1.2)	1.7 (1.5)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 (1.9)	2.1 (2.1)	2.9 (2.9)	3.0 (3.0)	2.7 (2.6)	2.1 (1.9)	1.4 (1.0)	1.6 (1.2)	1.6 (1.5)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
WTI <sup>b</sup> (level)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (90)	94 (85)	101 (87)	102 (87)	102 (87)	101 (88)	100 (88)	99 (88)	98 (88)	98 (88)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2011 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 January 2012.

**Chart 25: Growth in personal disposable income is projected to be moderate**

Percentage change, annual data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Confidence effects stemming from the weaker and more uncertain global outlook are projected to exert only a modest dampening effect on Canadian household spending (**Chart 26**). Reflecting the upwardly revised profile for residential investment, household expenditures are now expected to remain high relative to GDP over the projection horizon (**Chart 27**) and the ratio of household debt to income is projected to rise further.

The underlying pace of growth in business fixed investment has moderated in recent quarters from the robust rate seen through 2010 and early 2011, consistent with the adverse impact of heightened uncertainty on business confidence. While this headwind is expected to persist in coming quarters, other fundamentals supporting business investment in Canada remain extremely favourable, particularly very stimulative financial conditions, solid Canadian corporate balance sheets (**Chart 28**), heightened competitive pressures and relatively high commodity prices. Moreover, significant scope remains to make up for the unusually sharp decline in investment

*Fundamentals supporting business investment in Canada remain favourable*

**Chart 26: Consumer confidence in Canada has declined in recent months**

All respondents; index: 2002 = 100, monthly data

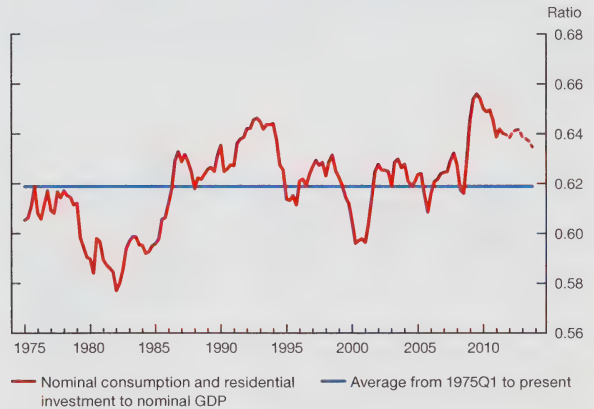


Source: Conference Board of Canada

Last observation: December 2011

**Chart 27: The share of household expenditures in GDP is now expected to remain elevated**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

experienced during the recession. As a result, the Bank expects relatively solid growth in business fixed investment through 2012, with some further strengthening in 2013 as confidence recovers (**Chart 29**). This projection is consistent with the Bank's winter *Business Outlook Survey*, which showed that investment intentions remain strongly positive despite indications from a number of firms that ongoing financial market volatility and global economic uncertainty had affected their investment plans.

The contribution of government spending to real GDP growth is assumed to be very modest over the projection horizon, in line with fiscal plans of federal and provincial governments to consolidate spending.

Foreign activity has been stronger in recent months than the Bank had previously expected, particularly in the United States, contributing to a more favourable outcome for Canadian exports. Going forward, however, foreign activity is projected to grow slightly more slowly than anticipated in the

*Foreign activity has been stronger in recent months than the Bank had previously expected*



**Chart 28: With leverage at historic lows, non-financial firms are well positioned to invest**

Quarterly data

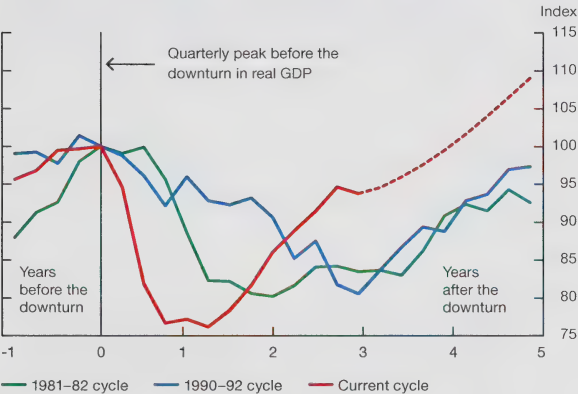


Source: Statistics Canada

Last observation: 2011Q3

**Chart 29: Business fixed investment is projected to grow faster once some of the heightened uncertainty starts to dissipate**

Comparison of real business fixed investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

October Report. In addition, competitiveness remains a challenge for Canadian firms. Unit labour costs in Canada have continued to increase relative to those in the United States over the past year, resulting in a cumulative gap of almost 40 per cent between the beginning of 2005 and the third quarter of 2011 (**Chart 30**). While the appreciation of the Canadian dollar accounts for most of this deterioration in competitiveness, about one-quarter of it is due to the productivity underperformance of Canadian firms. Reflecting these competitiveness challenges and the moderate projected growth in foreign activity, the Bank expects relatively modest growth in Canadian exports through 2013. With imports anticipated to grow at nearly the same pace, net exports contribute little to real GDP growth in Canada over the projection horizon, and the current account deficit remains significant at around 3 per cent of GDP (**Chart 31**).

*Competitiveness remains a challenge for Canadian firms*

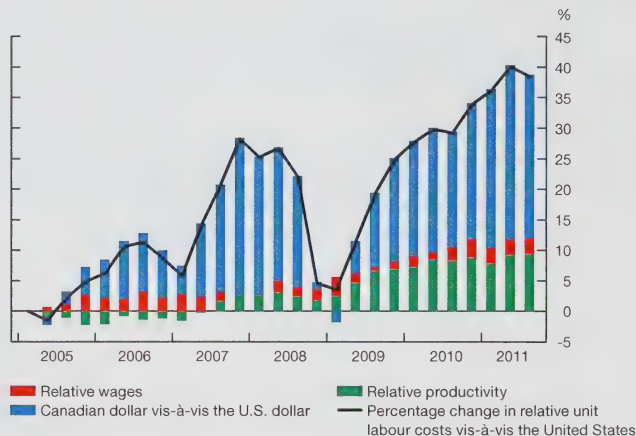
*Net exports contribute little to real GDP growth in Canada over the projection horizon*

*The economy is anticipated to return gradually to full capacity by the third quarter of 2013*

Overall real GDP in Canada is projected to grow at a pace close to the estimated growth rate of potential output in 2012, leaving the current degree of economic slack to persist in coming quarters.<sup>6</sup> With the pace of real GDP growth subsequently picking up to a rate somewhat above potential, the economy is anticipated to return gradually to full capacity by the third quarter of 2013, one quarter earlier than expected in the *October Report*. In this regard, the Canadian economy is projected to operate with slightly less slack throughout the projection horizon than indicated in the October base-case scenario, reflecting the slightly higher level of economic activity seen recently.

### Chart 30: Canadian firms are losing competitiveness

Contribution of various factors to the change in Canada's relative unit labour costs vis-à-vis those in the United States, quarterly data

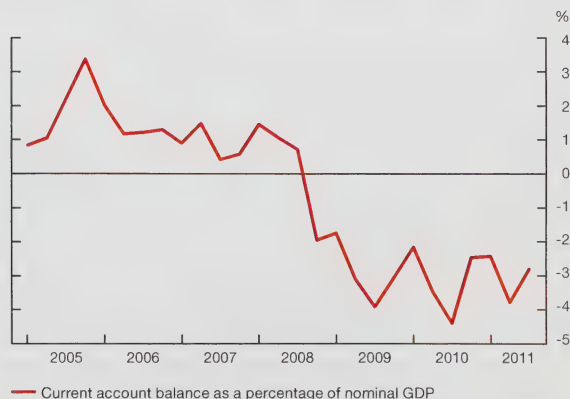


Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations

Last observation: 2011Q3

### Chart 31: Canada's current account balance has declined substantially in recent years

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2011Q3

<sup>6</sup> As discussed in Technical Box 2 of the *October Report*, the base case assumes that Canada's potential output will grow by 2.0 per cent in 2012 and by 2.1 per cent in 2013.

# Inflation

Core CPI inflation was 2.1 per cent in October and November, up from 1.9 per cent in the third quarter and 1.5 per cent in the first half of 2011. As anticipated, this increase partly reflected the dissipation of the effect of the HST on year-over-year core inflation,<sup>7</sup> as well as the lagged effects of higher world prices for agricultural products on the prices of food and clothing. Despite higher core inflation, total CPI inflation has come down from its peak of 3.4 per cent in the second quarter of 2011, as anticipated, reflecting some moderation in gasoline prices together with the unwinding of the direct effects on year-over-year inflation of the introduction of the HST in the third quarter of 2010.

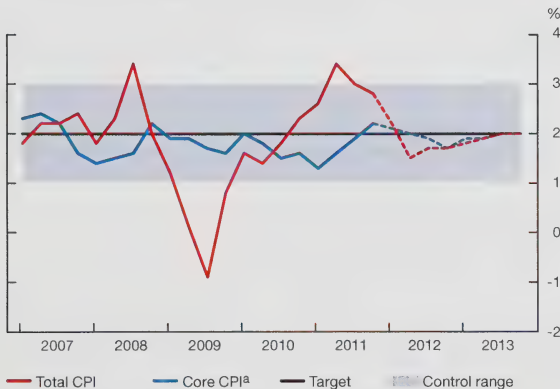
Inflation expectations have remained well anchored. The January Consensus Economics forecast for total CPI inflation in 2012 and 2013 was 2.0 per cent. As reported in the Bank's winter *Business Outlook Survey*, 92 per cent of firms expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent inflation-control range. Market-based measures of longer-term inflation expectations also remain consistent with the 2 per cent inflation-control target.

Core inflation is projected to moderate through 2012 to a level somewhat below 2 per cent (**Chart 32**), as excess supply persists and the effects of higher prices for food and clothing on year-over-year inflation unwind. Total CPI inflation is projected to continue to decline to around 1.5 per cent by mid-2012, reflecting lower core inflation as well as the gradual impact on gasoline prices of the decline in world oil prices from their peak in the second quarter of 2011. Both total and core inflation are expected to start to rise gradually by the end of 2012, reaching 2 per cent by the third quarter of 2013 as excess supply in the economy is slowly absorbed, the growth of labour compensation increases modestly and inflation expectations remain well anchored.

*Core inflation is projected to moderate through 2012 ... while total CPI inflation is projected to continue to decline to around 1.5 per cent by mid-2012*

**Chart 32: Total and core inflation in Canada are projected to fall temporarily below 2 per cent in 2012**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Note: Dotted lines indicate projections.

a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

<sup>7</sup> The introduction of the HST in Ontario and British Columbia in July 2010 had a dampening effect, amounting to 0.3 percentage points, on core inflation through tax refunds passed on by businesses. This effect was smaller than the direct positive effect of the introduction of the HST, which was reflected in total CPI inflation, and resulted in a boost to total inflation between the third quarter of 2010 and the second quarter of 2011. Both of these temporary effects have since unwound, pushing core inflation up and total inflation down.

Both total and core inflation are expected to reach 2 per cent by the third quarter of 2013

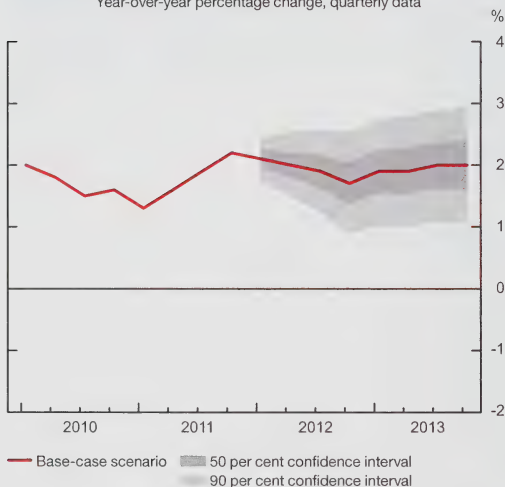
These inflation dynamics are similar to those anticipated in the *October Report*, although the overall inflation profile is marginally firmer in this projection, partly reflecting some expected persistence in the slightly higher-than-anticipated prices observed recently for motor vehicles and electricity. These upside surprises have resulted in slightly higher-than-expected core inflation in recent months, the persistence of which is consistent with an economy estimated to be operating with somewhat less economic slack since mid-2011 than previously anticipated. A slightly higher profile for oil prices than previously assumed is also incorporated, as is the estimated impact of the increase in the Quebec Sales Tax.<sup>8</sup>

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 33** and **Chart 34** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the first quarter of 2012 to the end of 2013.<sup>9</sup>

**Chart 33: Projection for core CPI inflation**

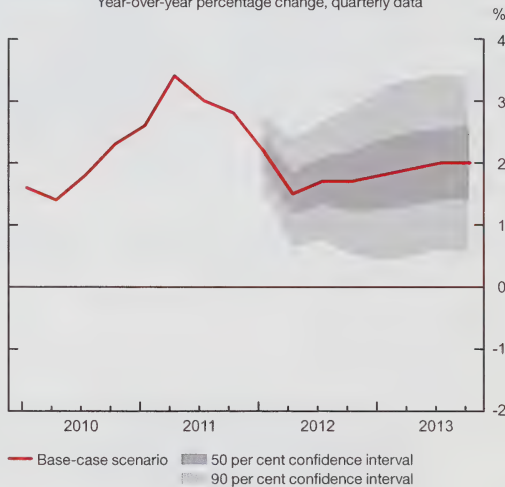
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

**Chart 34: Projection for total CPI inflation**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

<sup>8</sup> The increase in the Quebec Sales Tax in January 2012, from 8.5 per cent to 9.5 per cent, will boost total CPI inflation by an estimated 0.1 percentage point in 2012.

<sup>9</sup> Technical details on the construction of the fan charts are available on the Bank's website; key word search: fan charts.



# Risks to the Outlook

---

The inflation outlook in Canada is subject to significant risks. In particular, the Bank's projection assumes that authorities in Europe are able to contain the ongoing crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger-than-expected growth in the U.S. economy and stronger momentum in Canadian household spending.

- Global inflationary pressures could be more persistent than currently projected if growth in emerging-market economies does not decelerate to more sustainable levels or if potential output in advanced economies is lower than projected.
- Recently observed strength in U.S. consumption could be more persistent than anticipated and fiscal policy could exert a smaller-than-anticipated drag on growth in the latter part of the projection.
- Residential investment in Canada has been stronger than expected and household expenditures could have more momentum than currently projected.

The two main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

- Failure to contain the crisis in Europe is the most serious risk facing the global and Canadian economies. The effects on Canada through financial, confidence and trade channels would be substantial, given the size and importance of the euro area to the global economy.
- High household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

# Les risques entourant les perspectives

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. En particulier, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

■ Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus tenaces qu'on ne l'envisage en ce moment si la croissance dans les pays émergents ne décélère pas pour se rapprocher de niveaux plus soutenables ou si la production potentielle dans les économies avancées est plus faible que projeté.

■ La vigueur de la consommation observée récemment aux États-Unis pourrait être plus persistante qu'anticipé, et la politique budgétaire pourrait exercer un effet modérateur plus faible qu'escompté sur la croissance durant la dernière partie de la période de projection.

■ L'investissement résidentiel au Canada a été plus robuste qu'attendu, et les dépenses des ménages pourraient afficher un dynamisme supérieur à ce qu'on entrevoit actuellement.

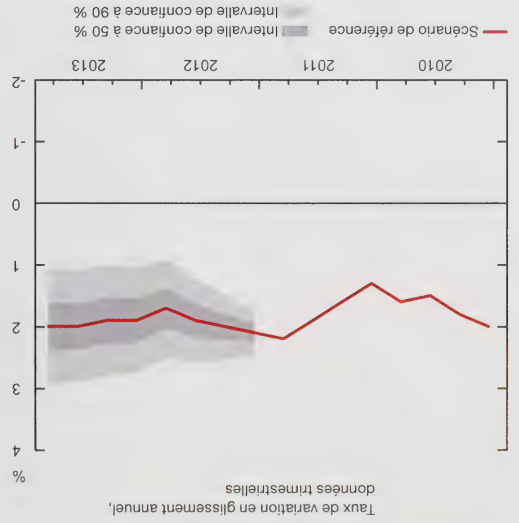
Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

■ Le risque que la crise en Europe ne soit pas contenue est le plus grave auquel sont exposées les économies canadienne et mondiale. Les effets sur le Canada, passant par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux, seraient considérables compte tenu de la taille de la zone euro et de son importance dans l'économie mondiale.

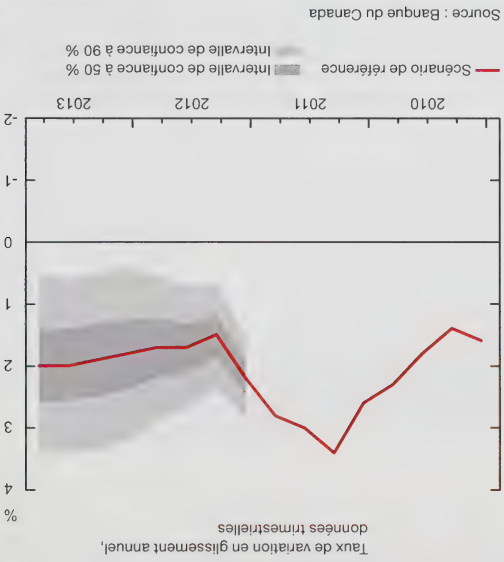
■ Le lourd endettement des ménages canadiens pourrait engendrer une déflation plus vive qu'anticipé de leurs dépenses. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

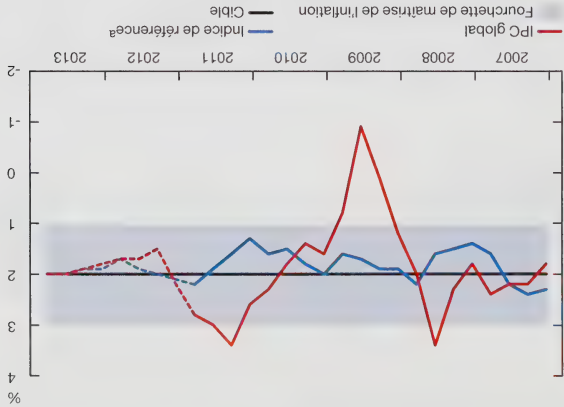
Graphique 33 : Projection relative à l'inflation mesurée



Graphique 34 : Projection relative à l'inflation mesurée



**Graphique 32 : L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence au Canada devrait s'inscrire temporairement sous 2 % en 2012**  
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.  
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

mois, évolution dont la persistance cadre avec une marge de capacités excédentaires au sein de l'économie estimée être un peu moins importante depuis le milieu de 2011 qu'on ne l'avait anticipé auparavant. Un profil des prix du pétrole un peu plus élevé que dans la projection précédente est également pris en compte, tout comme l'incidence estimative de la majoration de la taxe de vente du Québec<sup>a</sup>.

La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 33** et le **Graphique 34** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du premier trimestre de 2012 à la fin de 2013<sup>a</sup>.

- 8 L'augmentation de la taxe de vente du Québec, qui est passée de 8,5 % à 9,5 % en janvier 2012, se traduira par une hausse estimée à 0,1 point de pourcentage de l'inflation mesurée par l'IPC global en 2012.
- 9 Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Rechercher.



## L'inflation

qu'elle ne l'envisageait en octobre dernier. À cet égard, l'économie canadienne devrait afficher une marge de capacités inutilisées légèrement moins importante au cours de la période de projection que ne l'indiquait le scénario de référence du *Rapport* d'octobre, ce qui rend compte du niveau un peu plus élevé de l'activité économique observé récemment.

L'inflation mesurée par l'indice de référence se situait à 2,1 % en octobre et en novembre, alors qu'elle était de 1,9 % au troisième trimestre de 2011 et de 1,5 % pendant la première moitié de l'année dernière. Comme on l'avait anticipé, cette hausse tient en partie à la dissipation de l'incidence de la TVH sur le taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel<sup>7</sup> ainsi qu'aux effets retardés du renchérissement des produits agricoles à l'échelle mondiale sur les prix des aliments et des vêtements. Malgré le rythme d'accroissement plus élevé de l'indice de référence, celui de l'IPC global, après avoir culminé à 3,4 % au deuxième trimestre de 2011, est redescendu comme escompté sous l'effet d'une certaine modération des prix de l'essence ainsi que de la disparition des répercussions directes de l'introduction de la TVH au troisième trimestre de 2010 sur l'inflation en glissement annuel.

Les attentes d'inflation sont restées bien arriérées. Les compilations de Consensus Economics publiées en janvier font état pour 2012 et 2013 d'un taux d'augmentation prévu de l'IPC global de 2,0 %. Selon l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet hiver par la Banque, 92 % des firmes estiment qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation moyenne se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

La Banque projette que l'inflation mesurée par l'indice de référence se tassera au cours de l'année 2012 pour s'établir un peu au-dessous de 2,0 % (Graphique 32), en raison de la persistance de l'offre excédentaire et de la dissipation de l'influence de la hausse des prix des aliments et des vêtements sur l'inflation en glissement annuel. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer de décroître pour se situer à environ 1,5 % d'ici le milieu de 2012, compte tenu du rythme d'augmentation moins élevé de l'indice de référence et de l'effet graduel qu'exercera sur les prix de l'essence le recul des cours mondiaux du pétrole par rapport au sommet enregistré au deuxième trimestre de l'année dernière. Tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence devraient commencer à monter progressivement à la fin de 2012 pour atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement, la progression de la rémunération du travail s'accroissant modestement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées.

Cette dynamique de l'inflation est similaire à celle présentée dans la dernière livraison du *Rapport*. Toutefois, le profil général est un peu plus ferme dans la présente projection, en partie parce que l'on s'attend à ce que les prix quelques peu plus élevés qu'escompté des véhicules automobiles et de l'électricité observés récemment perdurent un certain temps. Ces facteurs de hausse inattendus sont à l'origine du niveau légèrement plus haut que prévu affiché par l'indice de référence mesurée par l'IPC global à la baisse.

L'introduction de la TVH en Ontario et en Colombie-Britannique en juillet 2010 a eu une influence modérée, de 0,3 point de pourcentage, sur l'inflation mesurée par l'indice de référence par l'entremise des remboursements de taxes aux entreprises qui ont été répercutés sur les prix. Cette incidence a été moins importante que l'effet positif direct de l'introduction de la TVH, qui se reflète dans l'inflation selon l'IPC global et qui a donné lieu à une hausse de l'inflation globale entre le troisième trimestre de 2010 et le deuxième trimestre de 2011. Ces deux effets temporaires se sont estompés depuis, poussant l'inflation mesurée par l'indice de référence à la hausse et l'inflation mesurée par l'IPC global à la baisse.

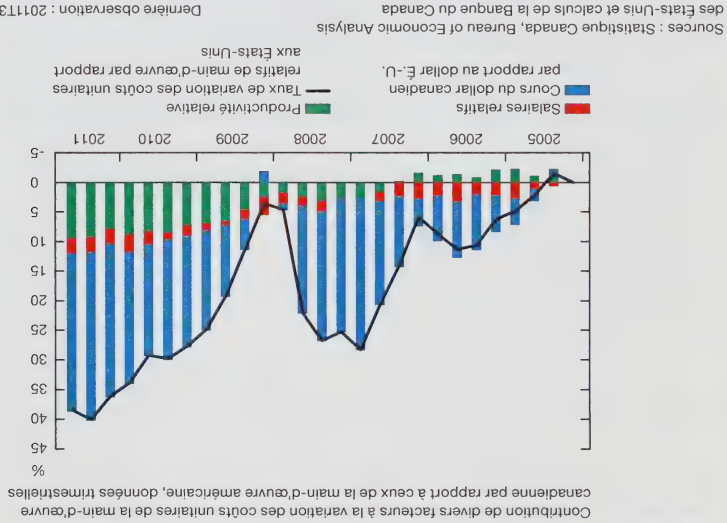
Tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence devraient atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se tasser au cours de l'année 2012, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer de décroître pour se situer à environ 1,5 % d'ici le milieu de 2012.

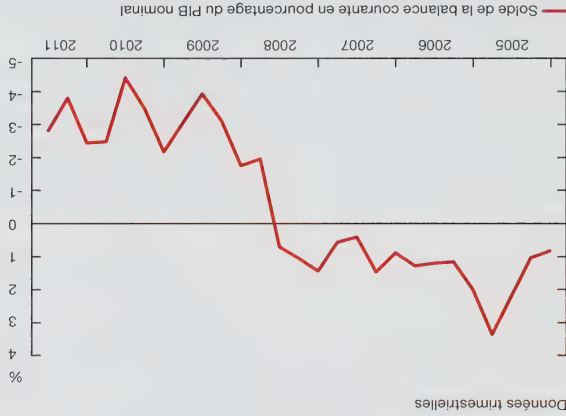
au Canada durant la période de projection, et le déficit courant restera substantiel à environ 3 % du PIB (Graphique 31).

La Banque anticipe qu'en 2012 le PIB réel du Canada progressera dans l'ensemble à une cadence proche du taux de croissance estimatif de la production potentielle, le degré actuel de capacités excédentaires persistant au sein de l'économie au cours des prochains trimestres<sup>6</sup>. Étant donné que le rythme d'expansion du PIB réel devrait se redresser par la suite pour se situer à un taux quelque peu supérieur à celui de la production potentielle, la Banque est d'avis que l'économie se remettra graduellement à fonctionner à pleine capacité d'ici le troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt que prévu.

**Graphique 30 : Les entreprises canadiennes perdent de leur compétitivité**

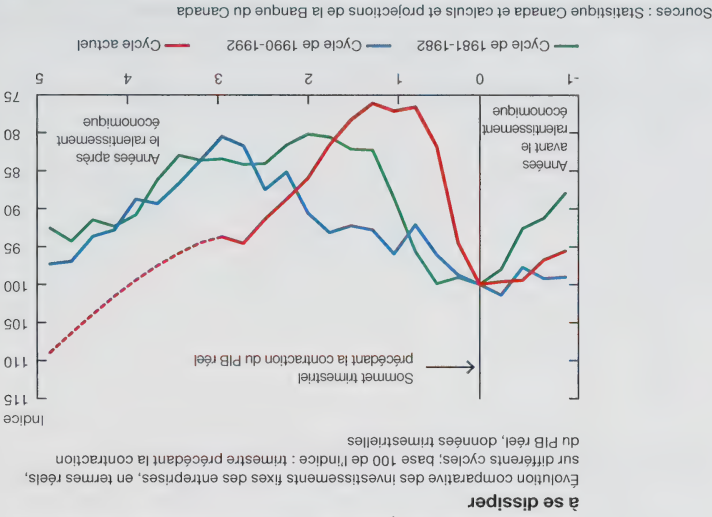


**Graphique 31 : Le solde de la balance courante du Canada a fortement diminué ces dernières années**



6 Comme on le fait remarquer dans la Note technique 2 du Rapport d'octobre 2011, le scénario de référence table sur une progression de la production potentielle canadienne de 2,0 % en 2012 et de 2,1 % en 2013.

**Graphique 29 : La croissance des investissements fixes des entreprises devrait s'accélérer une fois que le fort climat d'incertitude commencera à se dissiper**



Par conséquent, la Banque prévoit que les investissements fixes des entreprises connaîtront une expansion relativement solide de tout au long de 2012 et gagneront encore un peu en vigueur en 2013 à la faveur d'un rétablissement de la confiance (Graphique 29). Cette projection concorde avec les résultats de l'enquête menée cet hiver par la Banque sur les perspectives des entreprises, selon lesquels les intentions d'investissement demeurent fortement positives, même si un certain nombre de firmes ont signalé que la persistance de la volatilité des marchés financiers et de l'incertitude planant sur l'économie mondiale les avait amenées à modifier leurs projets d'investissement.

La Banque table sur une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion du PIB réel durant la période de projection, conformément aux plans budgétaires des gouvernements fédéral et provinciaux visant à assainir les dépenses.

Ces derniers mois, l'activité à l'étranger a été plus forte que la Banque ne l'avait envisagée, en particulier aux États-Unis, ce qui a contribué à un résultat plus favorable pour les exportations canadiennes. À l'avenir, cependant, l'activité extérieure devrait progresser un peu plus lentement que prévu dans la livraison d'octobre du *Rapport*. De plus, les firmes canadiennes demeurent aux prises avec des défis sur le plan de la compétitivité. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont continué de monter au Canada comparativement aux États-Unis durant la dernière année, creusant un écart cumulé de près de 40 % entre les deux pays sur la période allant du début de 2005 au troisième trimestre de 2011 (Graphique 30). Bien que cette détérioration soit principalement attribuable à l'appréciation du dollar canadien, un quart environ a pour cause les piètres résultats des entreprises canadiennes au chapitre de la productivité. Compte tenu de ces difficultés en matière de compétitivité et de l'accroissement modéré projeté pour l'activité économique extérieure, la Banque entrevoit une expansion relativement modeste des exportations canadiennes jusqu'à la fin de 2013. Comme les importations devaient augmenter presque au même rythme, les exportations nettes apporteront une contribution limitée à la croissance du PIB réel

Les exportations nettes apporteront une contribution limitée à la hausse du PIB réel au Canada durant la période de projection.

Les firmes canadiennes demeurent aux prises avec des défis sur le plan de la compétitivité.

Ces derniers mois, l'activité à l'étranger a été plus forte que la Banque ne l'avait envisagée.

pendant la période projetée (Graphique 27) et à ce que le ratio de la dette au revenu de ces derniers augmente davantage.

Le rythme de croissance sous-jacent des investissements fixes des entreprises négatives de l'incertitude plus vive sur la confiance des entreprises. Si l'on s'attend à ce que ce vent contraire soit toujours présent au cours des prochains trimestres, d'autres facteurs fondamentaux propres aux investissements des firmes au Canada demeurent extrêmement favorables, notamment des conditions financières très avantageuses, la solidité du bilan des sociétés canadiennes (Graphique 28), l'intensification des pressions concurrentielles et les prix relativement élevés des produits de base. En outre, il reste un écart important à combler pour compenser le déclin des investissements inhabituellement marqué enregistré durant la récession.

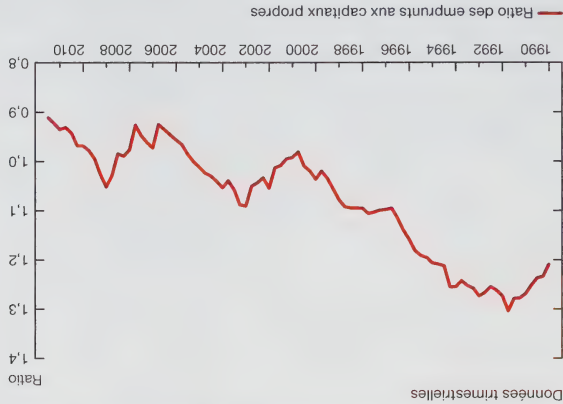
Des facteurs fondamentaux propres aux investissements des firmes au Canada demeurent favorables.

**Graphique 27 : On s'attend maintenant à ce que la part des dépenses des ménages dans le PIB demeure élevée**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

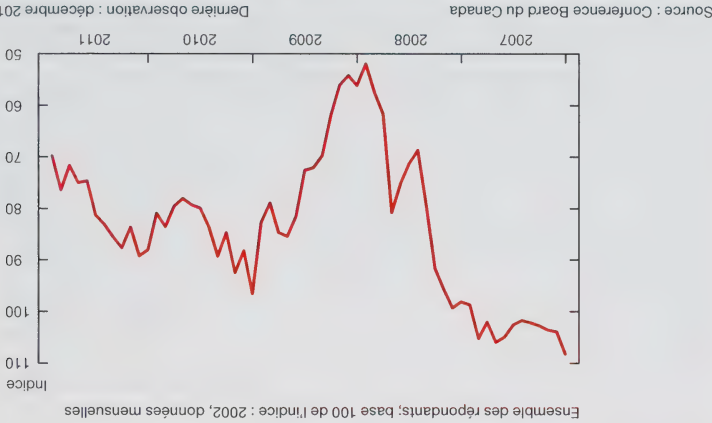
**Graphique 28 : Leur ratio d'endettement touchant des creux historiques, les entreprises non financières sont bien placées pour investir**



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2011T3



**Graphique 26 : La confiance des consommateurs canadiens a fléchi ces derniers mois****Graphique 25 : Le revenu disponible des particuliers devrait croître à un rythme modéré**

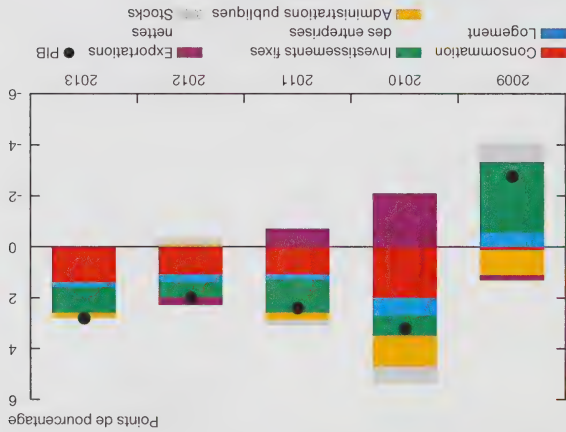
Les dépenses des ménages — qui englobent les dépenses de consommation et l'investissement résidentiel — sont maintenant appelées à s'accroître à une cadence stable jusqu'à la fin de 2013, ce qui représente des perspectives plus favorables que celles présentées dans le *Rapport* d'octobre. La Banque est toujours d'avis que la consommation progressera à un taux légèrement inférieur au rythme d'expansion modéré projeté du revenu disponible des particuliers (*Graphique 25*), ce qui se traduira par une hausse modeste du taux d'épargne. Elle projette cependant que l'investissement résidentiel restera solide, en raison du dynamisme plus marqué que prévu qu'il a affiché durant le second semestre de l'année dernière et des conditions de financement hypothécaire avantageuses. Les répercussions sur la confiance découlant des perspectives mondiales plus faibles et plus incertaines ne devraient exercer qu'un léger effet modérateur sur les dépenses des ménages canadiens (*Graphique 26*). Compte tenu de la révision à la hausse du profil de l'investissement résidentiel, on s'attend maintenant à ce que les dépenses des ménages demeurent élevées par rapport au PIB

Les perspectives concernant les ménages sont plus favorables que celles présentées dans le Rapport d'octobre.

conditions financières avantageuses au pays, devrait être à l'origine de la quasi-totalité de l'expansion économique au Canada sur la période de projection (Graphique 24).

Ces perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont sensiblement les mêmes que celles présentées dans le *Rapport* d'octobre. Bien que l'économie ait fait montre au second semestre de 2011 d'un plus grand dynamisme que prévu, le taux de croissance projeté tout au long de 2012 est plus modeste qu'envisagé précédemment (Tableau 3). Le profil trimestriel plus faible pour 2012 rend compte d'une incertitude plus persistante concernant les perspectives économiques et financières mondiales, qui freine la demande intérieure privée par la voie de la confiance et des liens financiers, et d'une expansion projetée moins vigoureuse de l'activité à l'étranger, qui déprime les exportations canadiennes.

**Graphique 24 : L'expansion de l'activité au Canada devrait tenir essentiellement à la demande intérieure privée**  
Contribution à la croissance du PIB réel



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

**Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>**

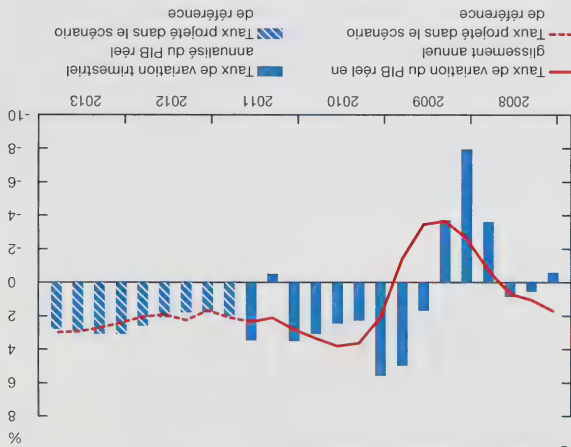
WTI <sup>b</sup> (niveau)	2010				2011				2012				2013			
	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,1	3,5	-0,5	(2,0)	3,5	2,0	1,8	(2,5)	2,1	2,6	3,1	3,0	2,8	3,0	3,0	(3,0)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,3	2,8	2,1	(2,2)	2,4	2,1	1,7	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	(2,9)	(3,0)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(3,3)	(2,9)	(2,2)	(1,5)	(1,1)	(1,8)	(2,1)	(2,6)	(2,9)	(3,0)	(3,0)	(3,0)	(2,9)	(3,0)	(2,9)	(3,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,6	1,3	1,6	(1,9)	1,9	2,2	2,1	1,9	1,7	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	(1,9)	(2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(1,6)	(1,3)	(1,6)	(1,9)	(2,0)	(1,8)	(1,7)	(1,6)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,3	2,6	3,4	(3,0)	3,0	2,8	2,2	1,5	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	(1,9)	(2,0)
WTI <sup>b</sup> (niveau)	85	94	103	(94)	90	(87)	(85)	(87)	101	102	101	100	99	98	(88)	(88)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.  
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 janvier 2012.

## L'activité économique

La Banque s'attend à ce qu'au premier semestre de 2012, l'économie canadienne connaisse une croissance modeste, qui devrait ensuite s'améliorer. Comme dans le Rapport d'octobre, cette projection repose sur l'hypothèse que la crise européenne sera contenue, ce qui entraînera à terme une réduction de l'incertitude et un retour graduel de la confiance. La progression du PIB réel, en moyenne annuelle, devrait se modérer, passant de 2,4 % en 2011 à 2,0 % en 2012, avant de se hisser temporairement au-dessus du taux d'accroissement de la production potentielle pour s'établir à 2,8 % en 2013 (Tableau 2). La demande intérieure privée, soutenue par des

**Graphique 23 : Le taux d'accroissement du PIB réel devrait remonter au deuxième semestre de 2012, ce qui devrait se traduire par une résorption graduelle de l'offre excédentaire**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**

En points de pourcentage<sup>a</sup>

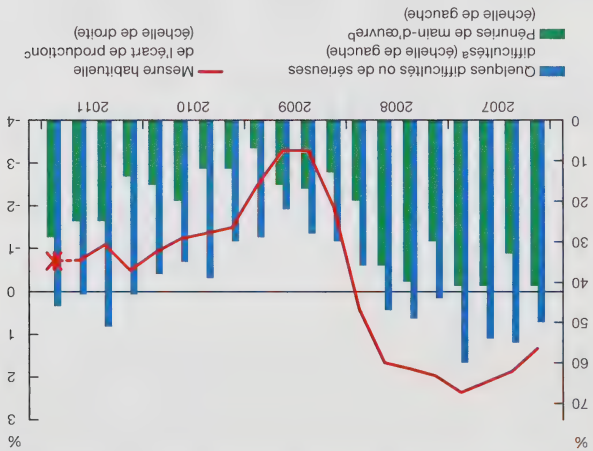
	2010	2011	2012	2013
Consommation	2,0 (2,0)	1,1 (1,0)	1,1 (1,2)	1,4 (1,4)
Logement	0,7 (0,7)	0,2 (0,1)	0,3 (0,0)	0,2 (0,1)
Administrations publiques	1,2 (1,2)	0,3 (0,3)	-0,1 (-0,1)	0,2 (0,3)
Investissements fixes des entreprises	0,8 (0,8)	1,3 (1,4)	0,6 (0,7)	1,0 (1,0)
Total partiel : demande intérieure finale	4,7 (4,7)	2,9 (2,8)	1,9 (1,8)	2,8 (2,8)
Exportations	1,8 (1,8)	1,3 (1,2)	1,1 (0,9)	1,0 (1,1)
Importations	-4,0 (-4,0)	-2,0 (-2,1)	-0,8 (-0,7)	-1,0 (-1,0)
Total partiel : exportations nettes	-2,1 (-2,1)	-0,7 (-0,9)	0,3 (0,2)	0,0 (0,1)
Stocks	0,6 (0,6)	0,2 (0,2)	-0,2 (-0,1)	0,0 (0,0)
PIB	3,2 (3,2)	2,4 (2,1)	2,0 (1,9)	2,8 (2,9)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 (1,6)	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)
Revenu intérieur brut réel	5,0 (5,0)	3,4 (2,8)	1,9 (1,1)	3,0 (3,6)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présentés dans la livraison d'octobre 2011 du Rapport sur la politique monétaire, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 2 du Rapport d'octobre 2011.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 3/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2011, soit une marge de capacités inutilisées plus faible que ce qu'elle envisageait en octobre.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 3/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2011.

Graphique 21 : L'économie canadienne continue d'afficher une offre excédentaire



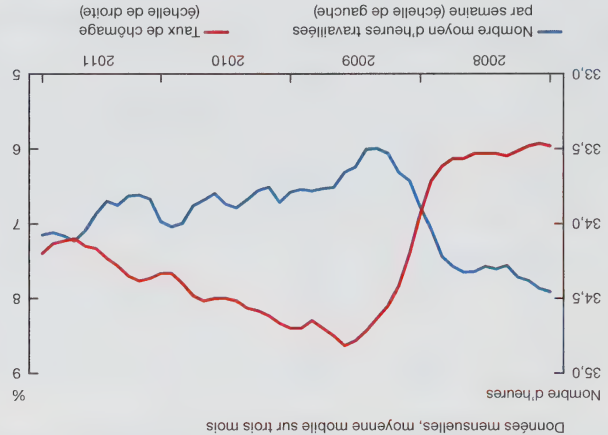
a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentages des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentages des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.

c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2011 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T4

Graphique 22 : Les indicateurs du marché du travail ont fléchi ces derniers mois

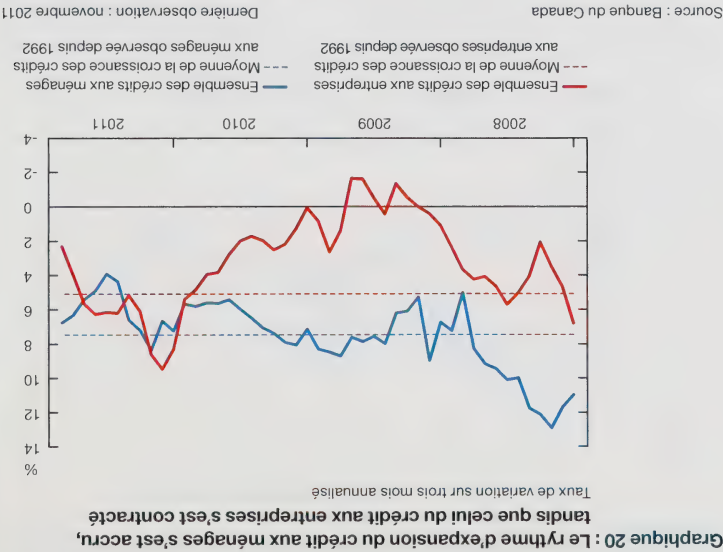


Source : Statistique Canada

Dernière observation : décembre 2011



## L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie



Le niveau plus élevé de l'activité au Canada implique une marge de capacités inutilisées moins importante au sein de l'économie.

Les conditions sur le marché du travail se sont affaiblies ces derniers mois.

Le niveau du PIB réel au quatrième trimestre de 2011 était de 0,6 point de pourcentage supérieur à ce que la Banque avait projeté dans le Rapport d'octobre. Le PIB réel a augmenté de 3,5 % au troisième trimestre de 2011 et, selon les estimations, de 2,0 % au quatrième, ce qui dépasse les chiffres avancés en octobre. Ces résultats plus favorables sont attribuables à un redressement plus marqué que prévu intervenu à la suite de la disparition des facteurs temporaires ayant brisé la croissance plus tôt dans l'année, de même qu'à une plus grande vigueur des dépenses des ménages au Canada et à une activité plus forte qu'anticipée aux États-Unis. Le niveau plus élevé de l'activité au Canada qui en a résulté implique une marge de capacités inutilisées au sein de l'économie moins importante qu'on ne l'avait escompté. La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production a affiché une dynamique similaire, et indique que ce dernier s'est rétréci pour s'établir à -0,7 % au quatrième trimestre de 2011 (Graphique 21). Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver montrent également que la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande a légèrement augmenté par rapport à l'enquête précédente, même si elle reste près de sa moyenne historique. À l'inverse, les conditions sur le marché du travail se sont affaiblies ces derniers mois. Le taux de chômage a augmenté durant le quatrième trimestre pour atteindre 7,5 % en décembre, par suite d'une baisse de l'emploi dans le secteur privé, et le nombre hebdomadaire moyen d'heures travaillées a chuté (Graphique 22). Si les réponses recueillies dans le cadre de l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises révèlent un plus fort pourcentage de firmes signalant une pénurie de main-d'œuvre, celui-ci demeure en dessous de sa moyenne historique.

**Graphique 18 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions de crédit aux entreprises canadiennes n'ont guère varié au quatrième trimestre de 2011**

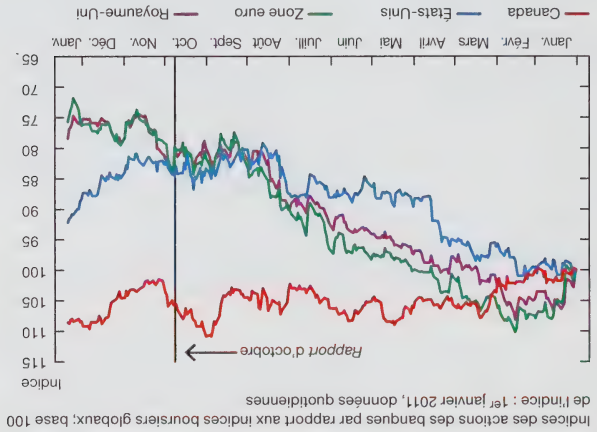


a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement  
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T4

**Graphique 19 : Les actions des banques canadiennes ont affiché de meilleurs rendements que celles des banques étrangères**



Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit a poursuivi sa reprise au quatrième trimestre, sous l'effet d'une certaine hausse de la préférence pour la liquidité, l'incertitude accrue et les bas taux de rendement des autres types d'actifs ayant sans doute joué un rôle. L'expansion des agrégats monétaires au sens large s'est également redressée, quoique dans une moindre mesure, ce qui continue de cadrer avec des pressions inflationnistes relativement modérées dans la période à venir.

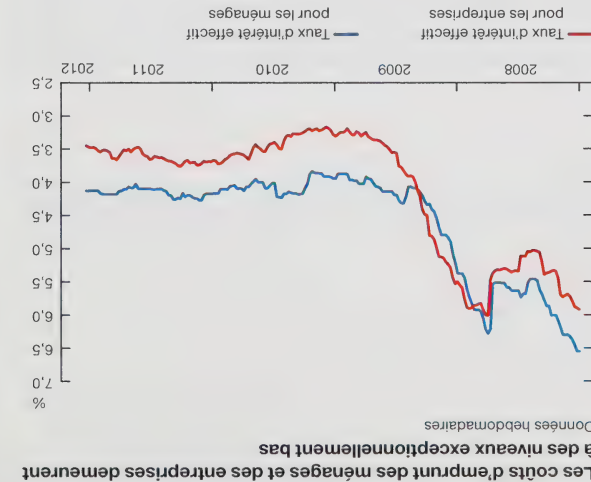
L'expansion du crédit aux ménages s'est intensifiée durant l'automne.

Les banques canadiennes demeurent en bonne posture pour accorder des prêts.

Dans ce contexte, les banques canadiennes demeurent en bonne posture pour accorder des prêts, grâce à un accès facile au financement à un coût relativement bas sur l'ensemble des échéances. Cette situation favorable a facilité de nouvelles baisses des taux des prêts hypothécaires à l'habitation au cours des dernières semaines, ce qui a pu contribuer au dynamisme affiché récemment par l'expansion du crédit aux ménages, qui s'est intensifiée durant l'automne grâce au raffermissement de l'activité sur le marché de la vente de logements (**Graphique 20**). Par contre, malgré la persistance de coûts d'emprunt historiquement bas, la croissance du crédit aux entreprises a ralenti ces derniers mois, parallèlement au tassement de la progression des investissements des firmes dans un contexte d'incertitude économique et financière accrue.

« Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) donnent à penser que les conditions d'octroi de prêts aux firmes sont demeurées à peu près inchangées au quatrième trimestre, après s'être assouplies de façon soutenue pendant plusieurs trimestres d'affilée (**Graphique 18**). Les ménages continuent d'avoir facilement accès au crédit à des taux très bas. Les marchés financiers canadiens se sont montrés résilients ces derniers mois. L'indice composite S&P/TSX n'a presque pas varié depuis la parution du *Rapport* d'octobre, tout comme les cours relatifs des actions des banques canadiennes (**Graphique 19**). Les écarts de taux sur les titres des sociétés canadiennes se sont légèrement resserrés et le volume d'émission a été raisonnablement vigoureux, tandis que, dans le cas des obligations d'État, les rendements se sont fortement repiés, celui des obligations à rendement nominal à dix ans chutant pour la première fois en deçà de 2 %. Cette situation est due en partie à la demande internationale soutenue de titres des gouvernements, des banques et des sociétés du Canada, signe que la qualité de crédit de ces instruments est jugée élevée selon les critères mondiaux.

Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.  
Source : calculs de la Banque du Canada



Dernière observation : 13 janvier 2012

Les perspectives de l'économie canadienne établies par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées dans le *Rapport d'octobre*. En dépit de la croissance plus forte que prévu enregistrée au second semestre de 2011, on s'attend à ce que l'assombrissement des perspectives à l'étranger se répercute sur l'économie canadienne par la voie de la confiance, des liens financiers et des échanges commerciaux. La Banque estime toujours qu'en raison de ces vents contraires, l'économie au pays ne progressera qu'à un rythme modeste en 2012, après quoi la croissance devrait se raffermir à la faveur d'une amélioration de la conjoncture mondiale. La demande intérieure privée devrait rester le principal moteur de la croissance au Canada tout au long de la période de projection, l'expansion économique mondiale relativement faible et les problèmes qui se posent sur le plan de la compétitivité, dont la vigueur persistante du dollar canadien, continuant de freiner les exportations nettes.

Compte tenu de ces perspectives, la Banque est encore d'avis que l'écart de production persistera cette année et pendant une bonne partie de 2013. L'offre excédentaire dans l'économie, conjuguée à la croissance modérée de la rémunération du travail et à la dissipation des pressions exercées par les cours des produits de base, devrait faire fléchir l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence et la faire passer sous les 2 % d'ici le milieu de 2012 environ. Ce fléchissement devrait être un peu moins prononcé qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport d'octobre*, en partie parce que l'on s'attend à une certaine persistance du niveau légèrement plus haut que prévu des prix de certains biens observé récemment, ainsi qu'en raison de la trajectoire un peu plus élevée postulée pour les cours du pétrole. Néanmoins, le profil général de l'inflation au Canada n'a guère changé, et la Banque entrevoit que le taux d'accroissement de l'IPC global et celui de l'indice de référence reviendront graduellement à 2 % durant la dernière partie de la période projetée, la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie se résorbant lentement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées.

## Les conditions financières

Malgré la détérioration des conditions financières mondiales, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens restent globalement très avantageux (*Graphique 17*) et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique. Tant les résultats de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit que ceux de l'enquête sur les perspectives des entreprises (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous

Les perspectives de l'économie canadienne établies par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées dans le *Rapport d'octobre*.

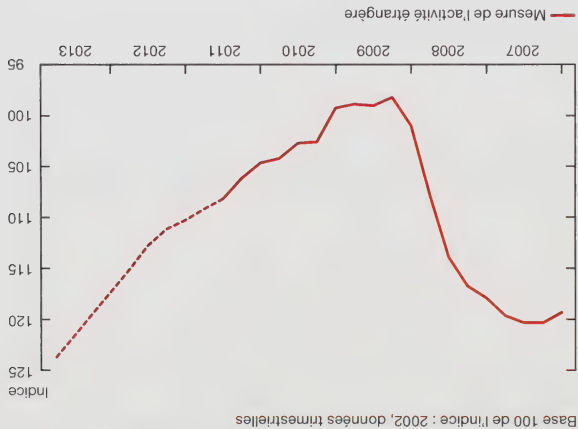
L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence devrait fléchir et passer sous les 2 % d'ici le milieu de 2012 environ, avant de revenir graduellement à 2 % durant la dernière partie de la période projetée.

L'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens restent globalement très avantageux.





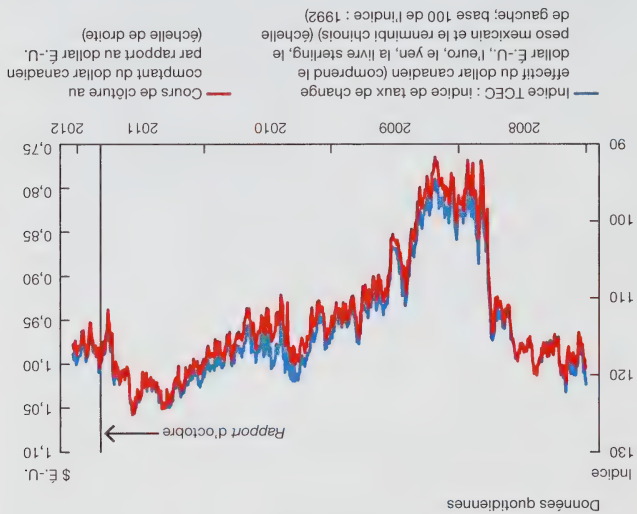
**Graphique 15 : L'activité étrangère devrait poursuivre sa remontée**



Nota : Le trait discontinu indique qu'il s'agit d'une projection.  
La mesure de l'activité étrangère reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes en intégrant des composantes de la demande intérieure finale privée aux États-Unis et l'activité économique des autres partenaires commerciaux du Canada.

Source : calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 16 : La valeur du dollar canadien n'a quasiment pas changé comparativement au Rapport d'octobre**



Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.  
Source : Banque du Canada

Dernière observation : 13 janvier 2012

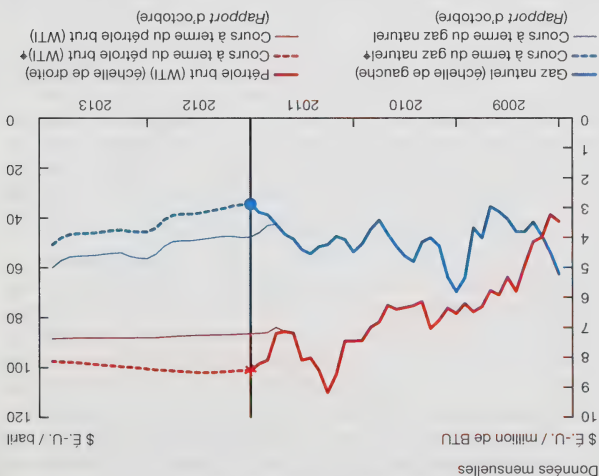
L'IPPB devrait augmenter du fait de la montée des prix du gaz naturel mais demeurer légèrement inférieur aux niveaux prévus dans le Rapport d'octobre.

La détérioration des conditions économiques en Europe a une incidence relativement modeste sur la mesure de l'activité étrangère.

La demande extérieure d'exportations canadiennes devrait s'accroître modérément en 2012.

## Les implications pour l'économie canadienne

Malgré les perspectives de croissance économique relativement modestes à l'échelle du globe, la demande extérieure d'exportations canadiennes, comme l'indique la mesure de l'activité étrangère, devrait s'accroître modérément en 2012 et continuer à se raffermir en 2013, à la faveur d'une hausse de la construction résidentielle aux États-Unis et d'un redressement de la croissance des investissements des entreprises américaines (Graphique 15). La détérioration des conditions économiques en Europe a une incidence relativement modeste sur la mesure de l'activité étrangère, compte tenu des liens commerciaux directs limités entre le Canada et l'Europe, et se répercutera sur les exportations canadiennes principalement par les retombées qu'elle aura sur la demande intérieure privée aux États-Unis. Néanmoins, l'économie canadienne devrait subir les effets indirects de la crise européenne par les implications que celle-ci comporte pour les conditions financières, la confiance et les cours mondiaux des produits de base.



L'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada a baissé depuis la parution du Rapport d'octobre, en raison principalement de l'effet du recul des prix du gaz naturel, qui a plus que compensé celui de la hausse des cours du pétrole WTI. Durant la période de projection, l'IPPB devrait augmenter, du fait de la montée des prix du gaz naturel, en dépit de la diminution attendue des cours des produits de base non énergétiques et du pétrole brut, mais demeurer légèrement inférieur aux niveaux prévus dans le Rapport d'octobre.

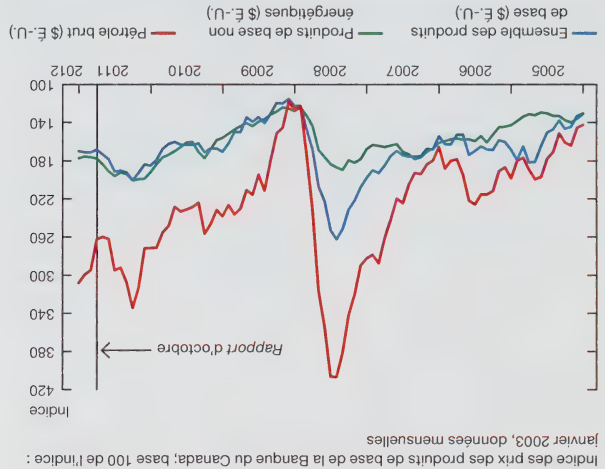
La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à environ 98 cents É.-U. depuis la date d'annonce préalable de décembre et devrait rester à ce niveau durant la période de projection (Graphique 16), soit très près du niveau de 99 cents É.-U. postulé dans le Rapport d'octobre.

# Les cours des produits de base

Les cours des produits de base non énergétiques n'ont guère varié depuis la parution du *Rapport* d'octobre. Si les prix des métaux communs et des produits agricoles se sont légèrement raffermis ces dernières semaines après avoir baissé à la fin de 2011, ceux de l'ensemble des produits de base non énergétiques devraient se replier en 2012, en raison de l'assombrissement des perspectives de croissance de l'économie du globe. On s'attend à ce qu'ils remontent partiellement en 2013, lorsque le taux de croissance de la demande mondiale commencera à se redresser (*Graphique 13*). Ce profil d'évolution durant la période de projection est plus faible que celui anticipé en octobre.

L'évolution des cours des produits de base énergétiques a été contrastée ces derniers mois. Les prix du pétrole brut West Texas Intermédiaire (WTI) ont rebondi pour s'établir à environ 100 dollars É.-U. le baril, ce qui tient au faible niveau des stocks mondiaux et aux tensions géopolitiques. En outre, la possibilité accrue de réduire les réserves excédentaires de pétrole qui s'accumulent à Cushing a donné lieu à un rétrécissement de l'écart entre le cours du WTI et le cours du Brent, qui est passé de 24 dollars É.-U. le baril en octobre à environ 10 dollars É.-U. le baril. À en juger par la courbe la plus récente des cours à terme, les prix du pétrole brut WTI devraient baisser légèrement d'ici la fin de 2013, mais se maintenir au-dessus des niveaux anticipés au moment de la parution du *Rapport* d'octobre (*Graphique 14*). Nord en raison des températures exceptionnellement douces, dans un contexte d'offre excédentaire persistante. Ils devraient remonter d'ici la fin de 2013, selon la courbe la plus récente des cours à terme, mais demeurer inférieurs aux niveaux escomptés dans le *Rapport* d'octobre.

**Graphique 13 : Les cours des produits de base non énergétiques n'ont guère varié depuis la parution du *Rapport* d'octobre, mais les prix du pétrole ont augmenté**



Nota : Les valeurs pour janvier 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 janvier 2012.  
Source : Banque du Canada  
Dernière observation : janvier 2012

Les prix des produits de base non énergétiques devraient se replier en 2012.

Les prix du gaz naturel ont fortement reculé en Amérique du Nord.



## Les autres économies avancées

Au Japon, l'activité alimentée par la reconstruction a contribué à faire grimper le taux de croissance du PIB réel à 5,6 % au troisième trimestre de 2011. La progression du PIB réel s'est fortement modérée au quatrième trimestre, cependant, et devrait se chiffrer en moyenne à moins de 2,0 % par année jusqu'à la fin de 2013, l'incidence positive de la reconstruction des infrastructures se faisant moins sentir. Parallèlement, le ralentissement de la demande extérieure et la vive appréciation récente du yen devraient brider la croissance des exportations. Pour faire face à la baisse de l'activité économique, la Banque du Japon a continué à élargir son programme d'achat d'actifs. La banque centrale est aussi intervenue sur les marchés des changes à la fin d'octobre pour limiter la hausse du yen.

La croissance du PIB réel dans les autres économies avancées a ralenti dernièrement et devrait être modérée au cours des prochains trimestres, sous l'influence d'un affaiblissement de la demande extérieure, d'un recul de la confiance des ménages et des entreprises et de l'effet négatif que continue d'exercer l'assainissement budgétaire. Afin de compenser la détérioration des conditions économiques, les autorités monétaires de certains pays, dont l'Australie, la Norvège et la Suède, ont abaissé leurs taux directeurs. Certaines économies qui entretiennent des liens commerciaux et financiers très étroits avec la zone euro pourraient connaître une récession. L'activité économique devrait s'accélérer vers la fin de 2012, à la faveur d'une reprise modeste de la croissance mondiale et d'un regain de confiance.

## Les économies de marché émergentes

La croissance économique en Chine a décéléré, passant à 9,1 % au troisième trimestre de 2011, sous l'effet du resserrement antérieur de la politique monétaire et du ralentissement de la demande extérieure, en particulier celle émanant d'Europe, son principal partenaire commercial. Les actions menées par les autorités pour ralentir l'activité dans le marché du logement se sont traduites par un fléchissement de la demande de logements et par un recul des prix des propriétés. La baisse des prix s'est établie à 4,1 % en décembre, après avoir atteint un sommet de 6,5 % en juillet. En réaction à l'atténuation des pressions inflationnistes, les autorités chinoises ont assoupli la politique monétaire et, en décembre, abaissé le taux des réserves obligatoires des institutions financières de 50 points de base. On anticipe toutefois que la croissance du PIB réel ralentira pour se situer à quelque 8 % en 2012-2013. Les réformes structurelles et une appréciation modeste du taux de change réel de la monnaie chinoise devraient favoriser un déplacement progressif de la demande allant de l'investissement ment et des exportations vers la consommation.

Même si la croissance du PIB réel a décéléré quelque peu dans les autres économies émergentes en raison du ralentissement de la demande mondiale, elle devrait demeurer relativement vigoureuse, à la faveur de l'assouplissement de la politique monétaire. Ces perspectives généralement encourageantes sont toutefois assombries par les effets de l'aversion accrue pour le risque sur les marchés financiers internationaux, qui s'est soldée par des sorties de capitaux de certaines économies émergentes, ce qui laisse entrevoir un certain durcissement des conditions du crédit. On s'attend à ce que la croissance ralentisse particulièrement dans les pays d'Europe centrale et d'Europe de l'Est, étant donné que leurs exportations sont dirigées principalement vers l'Europe et que leurs systèmes financiers sont largement dominés par les banques d'Europe de l'Ouest.

La progression du PIB réel au Japon devrait se chiffrer en moyenne à moins de 2,0 % par année jusqu'à la fin de 2013, l'incidence positive de la reconstruction des infrastructures se faisant moins sentir.

La croissance économique en Chine a décéléré, passant à 9,1 % au troisième trimestre.

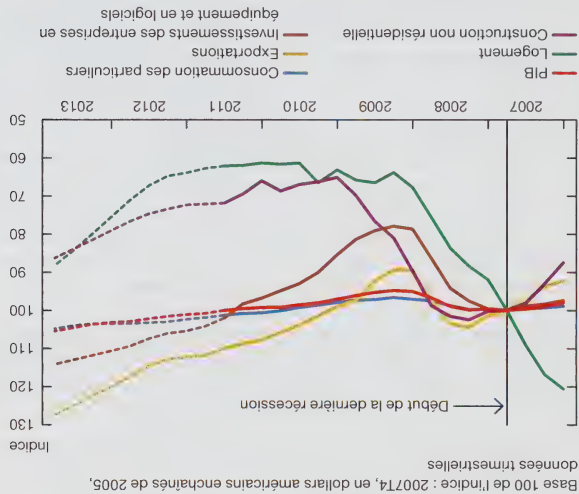
En réaction à l'atténuation des pressions inflationnistes, les autorités chinoises ont assoupli la politique monétaire.

**Graphique 11 : Le taux d'épargne des ménages américains a chuté pour s'établir sous le niveau qui leur permettrait d'assainir leurs bilans<sup>a</sup>**



a. La Banque estime qu'un taux d'épargne de 5 à 6 % permettrait aux ménages américains d'assainir leurs bilans au fil du temps.  
Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis  
Dernière observation : novembre 2011

**Graphique 12 : La consommation devrait augmenter de façon modeste aux États-Unis tout au long de 2013**



Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.  
Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

Le rythme de progression des investissements des entreprises devrait s'accroître en 2013, une fois que ces effets commenceront à se dissiper. On s'attend à ce que la croissance des exportations marque le pas en 2012, sous l'effet de l'affaiblissement de la progression de la demande mondiale ainsi que de l'appréciation récente du dollar E.-U., qui reflète en partie la quête des investisseurs internationaux pour la sécurité et la liquidité des titres du Trésor américain. Les exportations devraient se redresser un peu en 2013, toutefois, en réaction au raffermissement graduel de la demande extérieure.

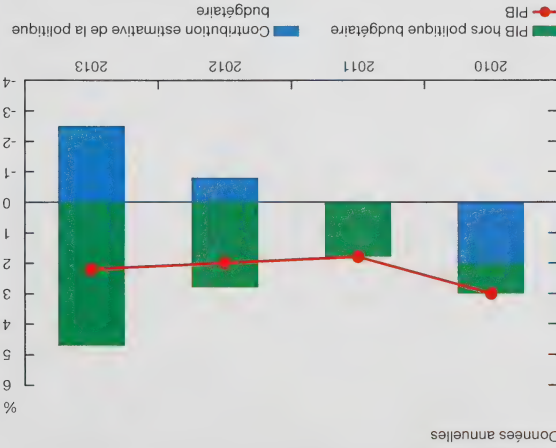
Les exportations et les investissements en équipements devraient demeurer d'importants moteurs de la croissance aux États-Unis.

La construction de nouvelles maisons devrait rester faible pendant la majeure partie de 2012, du fait de l'accès restreint au crédit hypothécaire et de l'important parc de propriétés saisies. Le durcissement des conditions financières et les taux d'immobilité élevés devraient aussi freiner la croissance de la construction non résidentielle au cours de cette période. On s'attend à un redressement modeste de la construction résidentielle et non résidentielle vers la fin de 2012, lorsque les conditions financières devraient commencer à s'améliorer.

Les exportations et les investissements en équipements et en logiciels des entreprises devraient demeurer d'importants moteurs de la croissance aux États-Unis au cours de la période de projection, même si on anticipe une certaine diminution de leur contribution en 2012. De fait, même si elle est stimulée par la solidité financière des entreprises, la croissance des investissements des entreprises devrait être limitée pendant l'année par l'incertitude entourant les perspectives d'expansion future, par le resserrement des conditions financières et par les faibles taux d'utilisation des ressources.

Le rétablissement des chaînes d'approvisionnement au Japon. La croissance du revenu disponible des particuliers est demeurée faible, cependant, et le taux d'épargne des ménages a chuté pour s'établir sous la fourchette de 5 à 6 %, dans laquelle, selon les attentes de la Banque, il devrait se situer pour permettre aux ménages d'assainir leurs bilans à moyen terme (Graphique 11). On s'attend donc à ce que la consommation progresse de façon plus modérée aux États-Unis tout au long de 2013, alors que les ménages continueront à s'efforcer de redresser leur situation financière dans un contexte où les conditions du marché du travail s'améliorent lentement et l'assainissement des finances publiques exerce encore un effet négatif sur les revenus (Graphique 12). En outre, les banques américaines devraient resserrer les conditions d'octroi de prêts aux consommateurs et aux entreprises en réaction à la montée des coûts de financement liée à la crise européenne.

Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures d'assainissement sur d'autres composantes de la demande globale. Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada



Graphique 10 : L'assainissement des finances publiques devrait brider la croissance du PIB réel des États-Unis

réduction du levier d'endettement des banques, l'assainissement budgétaire et les effets négatifs importants s'exerçant sur la confiance devraient entraîner une contraction de la demande intérieure en 2012, et la croissance des exportations devrait ralentir de façon marquée en raison de l'affaiblissement de la demande mondiale. On s'attend toutefois à ce que la tenue de l'économie varie fortement d'un pays à l'autre, c'est-à-dire à une croissance modérée dans les grandes économies et à une contraction notable dans les pays périphériques. Une reprise modeste devrait s'amorcer dans la zone euro à la fin de 2012, grâce aux conditions financières qui commenceront à s'améliorer et à la confiance qui se rétablira progressivement par suite de la mise en œuvre de mesures de politique et des réformes structurelles requises. Dans l'ensemble, comparativement aux attentes énoncées dans le *Rapport* d'octobre, le niveau du PIB réel de la zone euro devrait être d'environ 1 % de moins à la fin de 2013.

## Les États-Unis

L'activité économique aux États-Unis a récemment été plus vigoureuse que prévu. Stimulée par la hausse des dépenses de consommation et des investissements des entreprises, la croissance du PIB réel a atteint environ 2,5 % au second semestre de 2011. Malgré ce résultat supérieur aux attentes, on prévoit que la reprise aux États-Unis se poursuivra à un rythme plus modeste en 2012 et 2013, le taux de progression du PIB devant se situer en moyenne à environ 2 % par année, sous l'effet des vents contraires provenant de la réduction du levier d'endettement des ménages, de l'assainissement des finances publiques et des retombées de la crise européenne.

Les pressions inflationnistes devraient diminuer aux États-Unis, compte tenu de la baisse des prix des produits de base et de l'existence d'une offre excédentaire importante. La Réserve fédérale devrait donc maintenir des conditions monétaires très expansionnistes. La progression annuelle moyenne du PIB américain devrait être légèrement plus vigoureuse en 2012 que ce à quoi on s'attendait dans le *Rapport* d'octobre, ce qui reflète en grande partie le rebond de l'expansion au deuxième semestre de 2011 et la réduction du resserrement budgétaire. La croissance en 2013 devrait toutefois être beaucoup plus faible.

L'assainissement des finances publiques devrait brider la croissance du PIB réel des États-Unis en lui retranchant environ 0,8 point de pourcentage en 2012 et quelque 2,5 points en 2013 (**graphique 10**). L'incidence estimative en 2012 est moindre qu'escompté dans le *Rapport* d'octobre, les perspectives étant plus favorables à une reconduction des baisses des cotisations sociales et du versement des prestations d'assurance-chômage, mesures qui devaient expirer à la fin de 2011<sup>4</sup>. L'effet modérateur estimé est toutefois plus prononcé en 2013, compte tenu de l'incidence de la compression des dépenses qui devrait se produire durant l'année<sup>5</sup>.

La progression de la consommation a été alimentée ces derniers mois par le recul des cours des produits de base par rapport aux sommets qu'ils avaient atteints il y a un an ainsi que par un regain de confiance chez les consommateurs et par l'augmentation de la disponibilité de véhicules automobiles chez les concessionnaires américains à la suite du

4 Même si ces mesures ont été reconduites pour deux mois, la Banque suppose maintenant dans son scénario de référence qu'elles seront prolongées jusqu'à la fin de 2012.

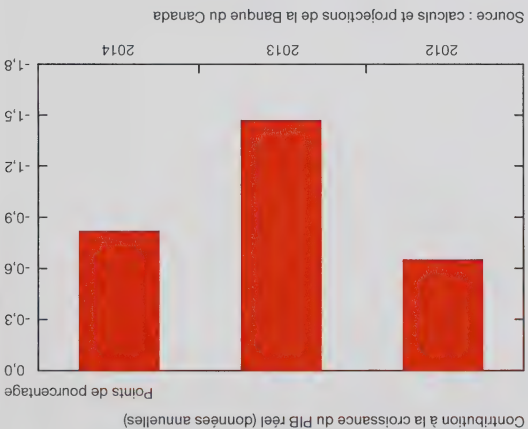
5 En novembre 2011, la commission mixte du Congrès pour la réduction du déficit budgétaire a annoncé que ses membres n'avaient pas réussi à se mettre d'accord sur des mesures destinées à réduire le déficit budgétaire des États-Unis d'un minimum de 1,2 billion de dollars E.-U. au cours des neuf prochaines années. Par conséquent, une procédure de compressions obligatoires équivalant à ce montant a été entreprise. En vertu du *Budget Control Act* de 2011, ces réductions seront réparties également de 2013 à 2021.

*L'assainissement des finances publiques devrait brider la croissance du PIB réel américain.*

*La croissance du PIB réel aux États-Unis a rebondi au second semestre de 2011, mais devrait se poursuivre à un rythme plus modeste.*



**Graphique 2-A : Les mesures d'austérité budgétaire devraient réduire la croissance du PIB de la zone euro dans les années à venir**

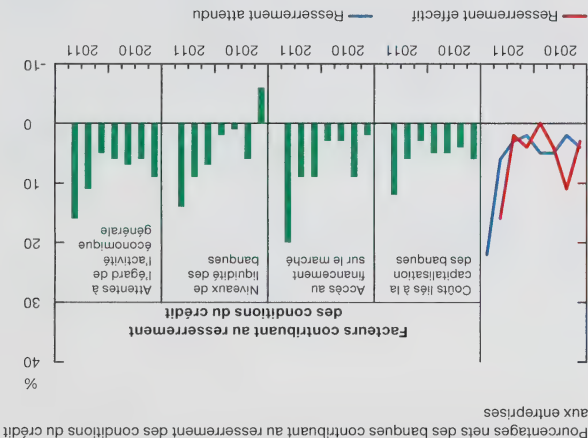


le secteur bancaire et la hausse des coûts d'emprunt s'aggrave. Les chocs négatifs sur la croissance viendront réduire les recettes fiscales et sont susceptibles d'accroître les coûts d'emprunt, provoquant un creusement des déficits publics et une augmentation des pressions sur les banques de la zone (du fait de l'ampleur de leurs expositions à la dette souveraine). Un tel scénario pourrait nécessiter un renforcement de l'austérité, ce qui freinerait davantage la croissance du PIB.

À l'inverse, si les États mettent en place des mesures d'assainissement budgétaire trop peu rigoureuses, des conséquences beaucoup plus graves pourraient s'ensuivre. La timidité des engagements à l'égard des réformes budgétaires et structurelles ou leur manque de crédibilité risquent d'entamer la confiance des investisseurs et d'enclencher une escalade des coûts d'emprunt. Ce scénario amplifierait probablement la récession et entraînerait, à terme, des compressions budgétaires plus brutales, voire des dépréciations de créances.

Ce dilemme fait ressortir l'importance de la réalisation de réformes structurelles pour stimuler la croissance.

**Graphique 9 : Les banques de la zone euro restreignent l'accès au crédit**



Nota : Graphique établi à partir des résultats des enquêtes sur les conditions du crédit menées auprès des banques de la zone euro (*Bank Lending Survey*). On entend par « resserrement effectif » le resserrement qui s'est déjà produit, tandis que le « resserrement attendu » renvoie au resserrement additionnel que les banques anticipent.

Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : 2011T3

Les perspectives économiques dans la zone euro se sont assombries davantage depuis la parution du *Rapport d'octobre* et s'accompagnent encore d'une grande incertitude. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les autorités européennes mettront en œuvre les mesures suffisantes pour contenir la crise, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. La récession actuelle devrait durer quatre trimestres, l'activité économique devant reculer de près de 1,5 % entre le sommet et le creux du cycle. La détérioration des conditions financières, la

Le niveau de la dette publique de l'ensemble de la zone euro est inférieur à celui des États-Unis et du Japon. Mais bon nombre de pays de la zone euro enregistrent des déficits publics élevés et un niveau de dette publique bien supérieur à 90 % du PIB<sup>1</sup>. De même, si le déficit global de la balance courante de la zone est d'environ 0,5 % du PIB et s'accompagne d'une position extérieure nette légèrement négative, des contrastes marqués existent entre pays (**Tableau 2-A**). Certains pays périphériques en particulier ont accusé une position extérieure nette débi- trice correspondant à plus de 20 % du PIB et des déficits de la balance courante considérables — souvent au-delà de 5 % du PIB; ces derniers ont toutefois fortement diminué au cours des récents mois.

Les niveaux élevés de la dette, le manque de compétitivité, les perspectives de croissance atone et la dégradation des finances publiques (imputable en partie aux pressions créées par le vieillissement anticipé de la population) ont fait grimper les coûts des emprunts d'État et mis, par conséquent, sous tension le secteur bancaire dans de nombreux pays de la zone euro. Pour retrouver l'équilibre budgétaire, la plupart des pays de la zone sont en train d'instituer d'autres mesures d'austé- rité et des réformes structurelles destinées à produire de la croissance et à assurer une trajectoire d'endettement viable<sup>2</sup>. Les plans de rigueur annoncés comportent des réformes des

- 1 C. Reinhart et K. Rogoff observent que la dette commence à peser sur la crois- sance lorsqu'elle dépasse 90 % du PIB (« Growth in a Time of Debt », *American Economic Review*, n° 100, vol. 2, 2010, p. 573-578).
- 2 De plus, une plus grande discipline budgétaire est envisagée dans l'ensemble de l'Union européenne (UE), comme l'a montré le tout dernier sommet de l'UE qui s'est conclu sur un appel à l'adoption de nouvelles règles budgétaires et à l'exercice d'une surveillance plus centralisée des budgets nationaux.

**Tableau 2-A : Les déséquilibres internes dans la zone euro ont entraîné l'adoption d'importants programmes d'assainissement budgétaire**

Pays	Déficit général des administrations publiques en % du PIB (2010)	Dette brute en % du PIB (2010)	Excédent/déficit moyen de la balance courante en % du PIB (2005-2010)	Écart de taux sur les obligations à 10 ans par rapport à l'Allemagne <sup>a</sup> (points de base)	Variation de cet écart depuis 3 janvier 2011 <sup>a</sup> (points de base)	Ampleur totale des mesures d'ajustement budgétaire annoncées en % du PIB <sup>b</sup> (2012-2014)
Italie	4,5	119	-2	486	305	7
Irlande <sup>c</sup>	32,0	95	-3	476	-89	8
Espagne	9,2	60	-8	343	94	4 <sup>d</sup>
Grèce	10,4	143	-12	2 957	1 997	12
Portugal	9,1	93	-11	1 016	646	8
Allemagne	3,3	84	6	--	--	3
France	7,1	82	-1	130	88	4

a. Au 13 janvier 2012

- b. Calcul effectué par la Banque du Canada sur la base des annonces faites par les États ainsi que des données du FMI et de l'Organisation de coopération et de développement économiques.
- c. Faute de données suffisantes, les rendements des obligations d'État à 9 ans sont utilisés dans le cas de l'Irlande.
- d. Ce chiffre ne reflète pas les annonces plus récentes, car on n'en connaît pas le détail.

Sources : FMI — base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (sept. 2011) — et Eurostat

- 3 Signifions que l'austérité budgétaire aura un effet négatif net sur la croissance relative à un scénario dans lequel le report de l'assainissement budgétaire ne pèse pas sur la croissance.

(suite à la page suivante)

réformes budgétaires et structurelles finiront par consoli- der la croissance dans la zone euro en permettant de diminuer les coûts d'emprunt, d'améliorer la souplesse de l'économie et de renforcer la productivité. À brève échéance cependant, la croissance projetée au sein de la zone étant déjà faible, le dur- cissement budgétaire accentuera le ralentissement. Comme l'illustre le **Graphique 2-A**, l'austérité budgétaire bride la crois- sance du PIB de la zone euro dans les projections de la Banque en lui retirant quelque 0,7 point de pourcentage en 2012, 1,5 point en 2013 et 0,8 point en 2014<sup>3</sup>. Dans ce contexte de demande en berne, le déplacement de la demande à l'échelle internationale (propre à favoriser un rebond des exportations européennes) sera indispensable au soutien de la croissance en zone euro durant cette période.

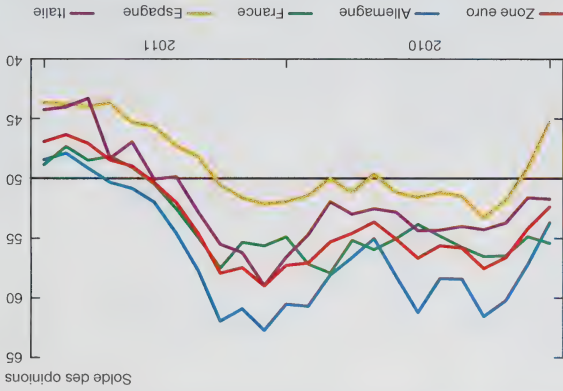
L'austérité a des retombées négatives qui peuvent aller au-delà d'un effet modérateur immédiat sur le PIB, car il y a un risque que les interactions défavorables entre la faible croissance économique, la baisse des recettes fiscales, les tensions dans

3 Les États membres de la zone euro seraient tenus de maintenir leur déficit structurel annuel à un maximum de 0,5 % du PIB. Cette règle n'a pas encore été ratifiée à l'intérieur de chacun des pays.

Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion composite qui montre les conditions de la situation générale dans ce secteur par rapport au mois précédent. Un indice supérieur (inférieur) à 50 indique une amélioration (détérioration) du secteur manufacturier. L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion composite qui montre les conditions de la situation générale dans ce secteur par rapport au mois précédent.

Source : Markit

Dernière observation : décembre 2011



Graphique 8 : Les indices des directeurs d'achat font état d'une contraction de la zone euro

En plus de mener des interventions visant à soutenir le système financier, la BCE a abaissé son taux directeur de 50 points de base vu le récent fléchissement de l'activité économique. Dans le but de restaurer la stabilité financière et la confiance, les autorités publiques européennes ont annoncé la mise en place d'initiatives, dont un programme d'allègement accru de la dette grecque détenue par le secteur privé, le relèvement des ratios de fonds propres de catégorie 1 auxquels sont soumises les banques, le développement de l'entrée en vigueur du Mécanisme européen de stabilité et l'adoption d'un nouveau pacte budgétaire destiné à accroître la rigueur à ce chapitre<sup>3</sup>.

La zone euro est entrée en récession. Selon des indicateurs économiques récents, la zone euro est entrée en récession au quatrième trimestre de 2011. Les indices des directeurs des achats sont passés sous le seuil qui marque la frontière entre croissance et contraction de l'activité (Graphique 8), et les indicateurs de confiance sont descendus à des niveaux qu'on observe normalement durant les récessions. Les taux de chômage ont commencé à grimper (surtout dans les pays périphériques), à partir de niveaux déjà élevés. La dégradation de la conjoncture économique et la hausse des coûts d'emprunt ont affaibli davantage les finances publiques et exacerbé les craintes au sujet de la situation financière des banques, même si certains pays, dont la France, l'Italie et l'Espagne, ont adopté de nouvelles mesures d'austérité budgétaire et de réforme structurelle (Note technique 2). Aux prises avec des coûts de financement plus élevés, les banques européennes restreignent l'accès au crédit et relèvent les taux d'intérêt sur les prêts aux entreprises et aux ménages (Graphique 9). Les interactions négatives entre la faiblesse de l'économie, les vulnérabilités liées à la dette souveraine et les tensions dans le secteur financier se sont donc consolidées davantage. L'offre excédentaire croissante et le recul des prix des produits de base devraient contribuer à atténuer les tensions inflationnistes dans la majeure partie de la région.

## La zone euro



et l'octroi de crédits sur des marchés non prioritaires<sup>2</sup>. On prévoit que l'allègement du bilan des banques européennes influera sur les conditions financières et économiques, tant à l'intérieur de la zone euro qu'à l'échelle mondiale. Les pays de l'Europe de l'Est sont tout particulièrement vulnérables à un recul de l'offre de crédit, car les banques de l'ouest du continent fournissent près de 40 % du crédit dans ces économies (Tableau 1-A). Compte tenu du rôle non négligeable des établissements européens parmi les bailleurs de fonds des États-Unis, surtout en ce qui concerne le crédit aux entreprises, on s'attend à ce que la crise de la zone euro entraîne considérablement la progression de l'activité en abaissant le PIB mondial d'un peu plus de 1 %, dont des réductions de 0,8 % aux États-Unis et de 0,6 % au Canada, d'ici la fin de 2012. Ces chiffres englobent les effets directs sur les échanges commerciaux et les retombées indirectes imputables à la hausse des difficultés de financement, au recul de la confiance et au resserrement de l'offre de crédit. De façon générale, on s'attend à ce que la crise de la zone euro entraîne considérablement la progression de l'activité en abaissant le PIB mondial d'un peu plus de 1 %, dont des réductions de 0,8 % aux États-Unis et de 0,6 % au Canada, d'ici la fin de 2012. Ces chiffres englobent les effets directs sur les échanges commerciaux et les retombées indirectes imputables à la hausse des difficultés de financement, au recul de la confiance et au resserrement de l'offre de crédit.

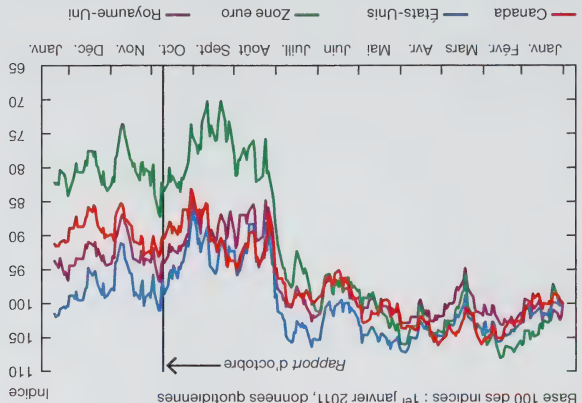
3 Selon l'enquête menée par la Réserve fédérale auprès des responsables du crédit au troisième trimestre de 2011, il semble qu'à ce jour, on n'ait observé des signes de resserrement que dans les banques étrangères (en ce qui concerne leurs critères d'octroi de prêts à des entreprises commerciales et industrielles).

Ensemble des créances sur l'étranger des banques européennes	En pourcentage du crédit total <sup>a</sup>	En millions de dollars E.-U.	Économies émergentes de l'Europe de l'Est <sup>b</sup>		Brésil, Russie, Inde et Chine	États-Unis	
			Total	Banques	Total	Banques	Secteur privé non bancaire
	38,0	654 552	400 443	23,3	6,4	1,6	3,4
	4,6	79 992	400 443	23,3	6,4	1,6	3,4
	17,6	3 782 796	999 222	23,3	6,4	1,6	3,4
	3,3	705 590	999 222	23,3	6,4	1,6	3,4
	10,7	2 303 319	999 222	23,3	6,4	1,6	3,4

a. République tchèque, Pologne et Turquie

b. Le crédit total correspond à la somme du crédit intérieur (données du FMI) et des créances totales sur l'étranger des 24 pays considérés (données de la BRI). Sources : Statistiques financières internationales du FMI et Banque des Règlements Internationaux

Graphique 7 : Les indices boursiers ont affiché une volatilité considérable depuis octobre



Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012



# Les conditions financières dans la zone euro et leurs retombées

Les préoccupations quant à l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les banques européennes se sont amplifiées. Les banques des pays en crise ont emprunté massivement auprès de la Banque centrale européenne (BCE), car beaucoup d'entre elles n'ont pas accès aux marchés du financement non garanti (Graphique 1-A). La forte participation qu'a suscitée l'opération d'apport de liquidité d'une durée de trois ans menée par la BCE en décembre est un autre signe qu'un nombre croissant d'établissements de ce continent éprouvent des difficultés de financement. Ils ont également beaucoup de mal encore à se procurer des fonds en dollars  $\text{€-}\text{U}$ , comme le montre la hausse du coût des emprunts dans cette devise sur le marché des swaps de change (Graphique 1-B).

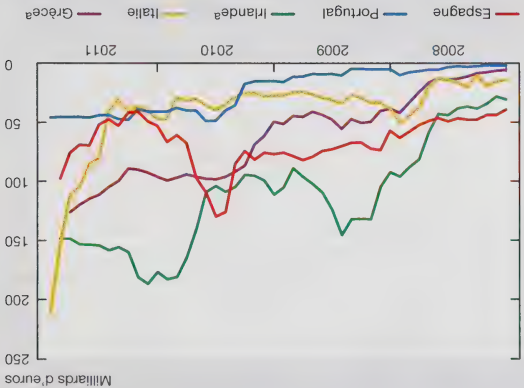
Jusqu'ici, les retombées sur les marchés nord-américains du financement bancaire ont été relativement limitées. On observe néanmoins des signes d'une différenciation des taux d'intérêt auxquels les banques américaines peuvent se procurer des fonds sur les marchés du financement non garanti à terme. En outre, le prix et le calendrier de lancement des émissions de nouveaux titres obligataires ont été grandement influencés par les changements d'humeur des marchés mondiaux. Les banques canadiennes conservent un bon accès aux marchés du financement à moyen terme, tant en dollars canadiens qu'en dollars américains.

Jusqu'à maintenant, le principal effet des tensions en Europe sur les conditions financières mondiales a été une perte d'appétit généralisée pour les actifs risqués. Au cours de la période de projection, toutefois, on s'attend à ce que les retombées s'étendent et qu'elles se matérialisent par une aggravation des difficultés de financement, une érosion de la confiance et un resserrement de l'offre de crédit. La détérioration des conditions de financement, en particulier, devrait pousser les banques à restreindre l'accès au crédit des ménages et des entreprises en Europe et aux États-Unis, ce qui donnerait un coup de frein supplémentaire à la croissance économique<sup>1</sup>.

Afin d'apaiser les inquiétudes entourant la solvabilité des banques, les autorités européennes ont exigé que celles-ci portent à 9 % le ratio de la composante dure des fonds propres de catégorie 1 d'ici la fin de juin 2012. Pour renforcer leurs fonds propres dans un contexte très peu favorable à la levée de capitaux auprès de sources privées, plusieurs banques du continent ont annoncé leur intention de vendre des actifs, notamment dans les secteurs qu'elles considèrent comme non stratégiques (tels que les activités sur les marchés de capitaux, les services de banque d'investissement

1 Selon l'enquête sur les conditions du crédit bancaire en zone euro dont les résultats ont paru en octobre 2011, les banques de la zone ont resserré leurs critères d'octroi de crédit.

**Graphique 1-A : Les banques des pays en crise de la zone euro ont emprunté massivement auprès de la Banque centrale européenne**



a. Les chiffres de l'Irlande et de la Grèce comprennent les liquidités obtenues au moyen d'opérations de refinancement et celles fournies par la banque centrale du pays dans le cadre de programmes d'octroi de liquidités d'urgence. Sources : banques centrales d'Espagne, de Portugal, d'Irlande, de Grèce et d'Italie. Dernières observations : décembre 2011 (Espagne et Portugal); novembre 2011 (Irlande); octobre 2011 (Grèce).

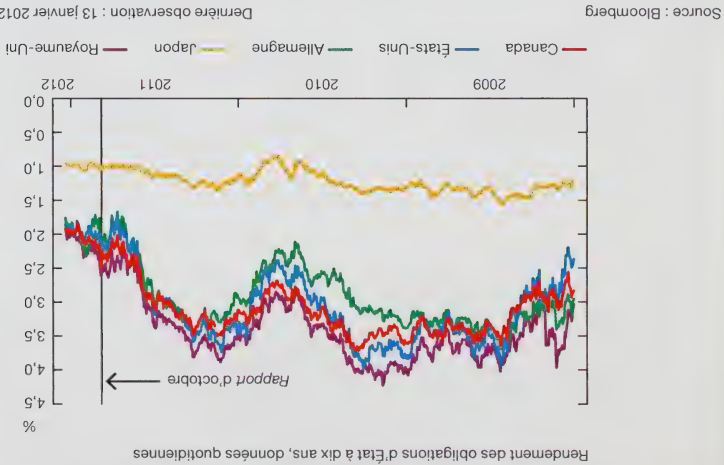
**Graphique 1-B : Les tensions sont vives sur les marchés du financement en dollars  $\text{€-}\text{U}$ , où s'aprovvisionnement les banques européennes**



a. Taux d'emprunt implicites  
Source : Bloomberg  
Dernière observation : 13 janvier 2012

(suite à la page suivante)

**Graphique 6 : Les rendements des obligations d'Etat des grandes économies avancées ont décliné depuis la parution du dernier Rapport**



(**Note technique 1**), en raison de leur forte exposition à la dette souveraine de la zone euro et de leurs importants besoins de recapitalisation et de financement. Par conséquent, la Banque centrale européenne (BCE) a mis à la disposition du système bancaire européen davantage de liquidités, octroyées en contrepartie de garanties admissibles dont elle a élargi la liste, pour des périodes maximales de trois ans. Les banques européennes ont également eu beaucoup de mal à accéder à des fonds en dollars E.-U. pour financer leurs actifs libellés en monnaies étrangères. Pour atténuer ces difficultés de financement, les accords existants de swap temporaires en dollars E.-U. conclus entre la Réserve fédérale américaine et cinq grandes banques centrales ont été prolongés et le taux d'intérêt pratiqué dans le cadre de ces accords a été abaissé<sup>2</sup>. Par mesure de précaution, ces banques centrales ont aussi convenu d'établir un réseau d'accords bilatéraux temporaires de swap de devises afin que des liquidités puissent être fournies dans chaque territoire dans chacune de leurs monnaies respectives si les conditions des marchés le justifient.

L'incertitude grandissante des investisseurs s'est également répercutée sur d'autres catégories d'actifs, mais dans une moindre mesure. L'émission d'obligations de sociétés aux Etats-Unis s'est redressée depuis la parution du *Rapport* d'octobre, mais les écarts de crédit relatifs à celles-ci sont demeurés plus larges qu'au premier semestre de 2011. Les indices boursiers mondiaux sont à peu près au même point qu'à la fin d'octobre, mais ils ont affiché une volatilité considérable (**Graphique 7**), tandis que les sous-indices financiers européens se sont fortement repliés.

On s'attend à ce que la détérioration des conditions financières persiste pendant quelque temps encore et qu'elle se fasse sentir de plus en plus sur les ménages et les entreprises, qui verront les conditions du crédit se resserrer. Les conditions financières devraient s'améliorer en 2013, à la faveur d'un rebond de l'activité économique à l'échelle du globe.

*La détérioration des conditions financières devrait persister pendant quelque temps encore.*

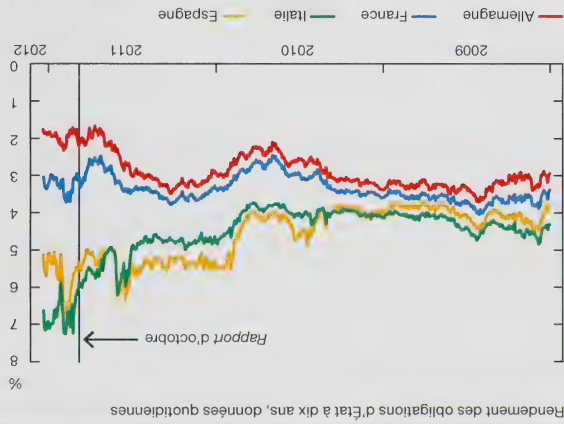
**2** Les cinq grandes banques centrales sont la Banque centrale européenne et celles du Royaume-Uni, du Japon, de la Suisse et du Canada. Les accords de swap entre ces banques et la Réserve fédérale américaine ont été prolongés jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2013 et le taux pratiqué sur les tirages a été abaissé de 50 points de base.

Les investisseurs se sont tournés vers des actifs plus sûrs et plus liquides.

importantes économies de la région et les rendements dans la plupart des États souverains périphériques ont atteint des niveaux inégaux depuis l'adoption de l'euro (Graphique 4 et Graphique 5). Par contre, les rendements des obligations d'État aux États-Unis, en Allemagne et dans d'autres économies avancées ont continué de décliner, les investisseurs se tournant vers des actifs plus sûrs et plus liquides (Graphique 6).

Les conditions se sont en général détériorées sur les marchés mondiaux du financement bancaire à court terme, ce qui tient à l'évolution de la situation en Europe<sup>1</sup>. En particulier, la plupart des banques européennes se sont vues privées de l'accès aux marchés du financement à terme non garanti

#### Graphique 4 : Les tensions au sein des marchés de financement de certaines des plus importantes économies de la zone euro se sont accrues...



Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

#### Graphique 5 : ... tandis que les rendements obligataires de la plupart des États périphériques ont atteint des niveaux inégaux



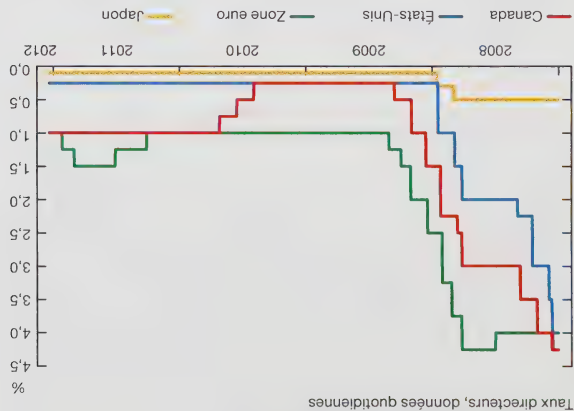
Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

Nota : Faute de données suffisantes, les rendements des obligations d'État à neuf ans sont utilisés dans le cas de l'Irlande.

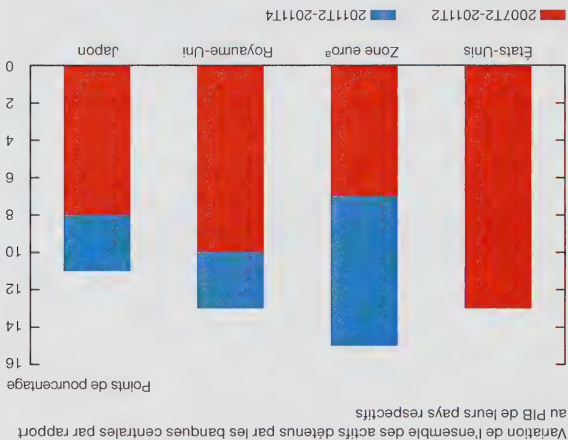
1 L'écart entre les taux interbancaires offerts et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour a atteint un sommet sans précédent depuis juillet 2009, tant aux États-Unis qu'en Europe.

**Graphique 2 : Les banques centrales de certaines économies avancées ont accentué la détention monétaire**



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusqu'alors. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008. Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon.

**Graphique 3 : Certaines banques centrales ont encore augmenté la taille**



a. Cette colonne illustre les changements apportés aux bilans de la Banque centrale européenne et des banques centrales des États membres ayant adopté l'euro. Sources : Bureau of Economic Analysis et Réserve fédérale des États-Unis, Eurostat, Banque centrale européenne, Office for National Statistics (Royaume-Uni), Banque d'Angleterre, Bureau du Cabinet (gouvernement du Japon) et Banque du Japon.

Dernière observation : 2011:4

## La conjoncture financière mondiale

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont resserrées au cours des derniers mois, du fait de l'aggravation de la crise de la dette souveraine dans la zone euro et de la persistance de pressions élevées dans le secteur bancaire. Les tensions au sein des marchés des titres d'État de la zone euro se sont accrues depuis la publication du *Rapport* d'octobre. Les écarts de taux sur les obligations ont augmenté dans certaines des plus

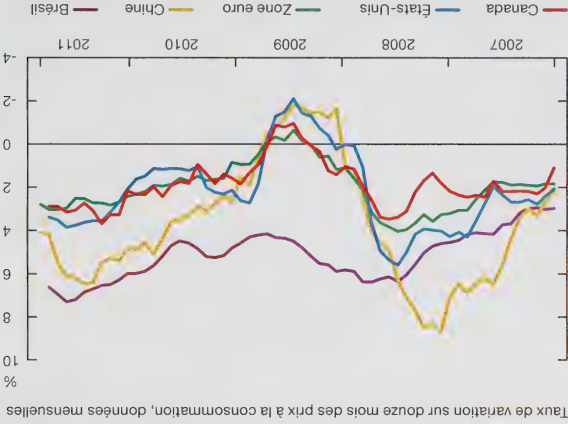
Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont resserrées au cours des derniers mois.



confiance. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les autorités européennes prendront les mesures nécessaires pour contenir la crise et ainsi soutenir une reprise graduelle de la croissance économique à partir de la fin de 2012. Aux États-Unis, la conjoncture économique s'est améliorée ces derniers mois, comme en font foi une progression du PIB réel supérieure aux attentes au deuxième semestre de 2011 et un certain regain de confiance des consommateurs. Cependant, l'expansion de l'activité économique aux États-Unis devrait être relativement modeste jusqu'à la fin de 2013, en raison de la réduction du levier d'endettement des ménages qui est en cours, de l'assainissement budgétaire et des retombées négatives de la crise européenne. La croissance a ralenti dans les économies de marché émergentes, comme prévu, et devrait se modérer encore pour atteindre un rythme plus soutenable — bien que toujours robuste — en réaction au resserrement passé des politiques monétaires nationales et à l'affaiblissement de la demande mondiale. Le recul des prix des produits de base au second semestre de 2011 et la baisse de l'activité économique mondiale ont commencé à atténuer les pressions inflationnistes (Graphique 1).

Compte tenu des perspectives de croissance modérées et de la diminution des pressions inflationnistes, les banques centrales de certaines économies avancées ont accentué la détente monétaire en abaissant leurs taux directeurs ou en procédant à de nouvelles opérations d'assouplissement quantitatif (Graphique 2 et Graphique 3). Elles ont également adopté des mesures additionnelles d'octroi de liquidités visant à soutenir le système financier. Les banques centrales de certains pays émergents ont aussi commencé à assouplir la politique monétaire, inversant ainsi le durcissement opéré précédemment.

**Graphique 1 : Les pressions inflationnistes ont commencé à diminuer à l'échelle du globe**



Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Bureau national des statistiques de Chine et Institut brésilien de géographie et de statistique

Dernières observations : novembre et décembre 2011

# L'économie mondiale

Les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* en octobre (**Tableau 1**). La crise de la dette souveraine en Europe et les pressions connexes subies par le secteur bancaire se sont intensifiées, et les ramifications transmises à l'échelle du globe par les effets exercés sur le secteur financier, les échanges commerciaux et la confiance s'accroissent. Les conditions sur les marchés financiers internationaux sont resserrées et l'aversion pour le risque a augmenté, ce qui pèse sur les perspectives de croissance économique mondiale. Les progrès limités sur le front du rééquilibrage de la demande dans le monde contribuent en outre au ralentissement à l'échelle du globe, la faible demande dans les grandes économies avancées n'étant pas suffisamment compensée par la demande accrue émanant des pays émergents. Dans l'ensemble, la croissance de l'économie mondiale devrait s'établir aux environs de 3 % par an en moyenne jusqu'à la fin de 2013.

**Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)			
		2010	2011	2012	2013
États-Unis	21	3,0 (3,0)	1,8 (1,7)	2,0 (1,7)	2,2 (3,3)
Zone euro	16	1,8 (1,7)	1,5 (1,5)	-1,0 (0,2)	0,9 (1,5)
Japon	6	4,5 (4,0)	-0,8 (-0,6)	1,9 (2,0)	1,7 (2,5)
Chine	11	10,4 (10,4)	9,1 (9,1)	8,2 (8,2)	8,0 (8,2)
Autres pays	46	5,8 (5,7)	4,2 (4,3)	3,1 (3,3)	3,2 (3,4)
Ensemble du monde	100	5,2 (5,1)	3,7 (3,8)	2,9 (3,1)	3,3 (3,7)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB

mesurés en partie des pouvoirs d'achat pour 2010.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2011.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison

d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

On s'attend maintenant à ce que la zone euro dure  
longtemps et soit un peu plus profonde qu'anticipé dans le *Rapport d'oc-*  
tobre, du fait du durcissement des conditions du crédit, des mesures d'aus-  
térité budgétaire additionnelles et des effets plus négatifs s'exerçant sur la  
profonde.

La dynamique de l'inflation est similaire à celle prévue en octobre, même si le profil de l'inflation est un peu plus ferme. On prévoit que tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence baisseront en 2012, avant de remonter et d'atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013. L'offre excédentaire se résorbant lentement, la rémunération du travail progressant modestement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées.

Plusieurs risques importants, à la hausse et à la baisse, pèsent sur la projection relative à l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

Dans l'ensemble, la Banque juge que ces risques sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 17 janvier, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Comme le taux d'intérêt cible se situe près de creux historiques et que le système financier fonctionne bien, la détente monétaire en place au Canada est considérable. La Banque continuera à suivre de près la situation économique et financière au pays et à l'étranger, de même que l'évolution des risques, et à établir la politique monétaire de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

# Vue d'ensemble

Les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée depuis octobre. La crise de la dette souveraine en Europe s'est intensifiée, les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont resserrées et l'aversion pour le risque a augmenté. La Banque s'attend maintenant à ce que la récession en Europe soit plus profonde et dure plus longtemps qu'elle ne l'avait anticipé. La Banque suppose encore que les autorités européennes mettront en œuvre les mesures suffisantes pour contenir la crise, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. Aux États-Unis, même si le redressement du PIB réel au deuxième semestre de 2011 a été plus prononcé qu'escamoté, la Banque prévoit que la reprise se poursuivra à un rythme plus modeste, en raison de la réduction du levier d'endettement des ménages qui est en cours, de l'assainissement budgétaire et des répercussions de la situation en Europe. En Chine, le rythme d'expansion ralentit comme prévu pour se rapprocher d'un niveau plus soutenable. Les cours des produits de base — à l'exception du pétrole — devraient se situer jusqu'à la fin de 2013 à des niveaux inférieurs à ceux qui avaient été anticipés en octobre.

Dans l'ensemble, les perspectives d'évolution de l'économie canadienne établis par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées en octobre. Bien que l'économie ait fait montre au second semestre de 2011 d'un grand dynamisme que prévu, le taux de croissance projeté pour la période à venir est plus modeste qu'envisagé précédemment, en raison surtout de la conjoncture extérieure. L'incertitude prolongée concernant le contexte économique et financier mondial atténuera probablement le rythme de croissance des investissements des entreprises, qui devrait toutefois demeurer solide. Les exportations nettes ne devraient apporter qu'une faible contribution à la croissance, compte tenu de la demande étrangère modérée et des défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, en particulier les conditions financières très avantagées soutiennent les dépenses de consommation et l'activité dans le secteur du logement. Les dépenses des ménages devraient rester élevées par rapport au PIB, et le ratio de la dette au revenu des ménages, augmentant davantage.

La Banque estime que le taux de croissance de l'économie s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. Même si le niveau de capacités inutilisées dans l'économie semble moins important qu'on ne l'avait supposé auparavant, étant donné le profil de croissance plus modeste de l'économie, celle-ci ne devrait tourner de nouveau à plein régime qu'au troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt qu'escamoté en octobre.





---

# Table des matières

Vue d'ensemble .....	1
L'économie mondiale.....	3
La conjoncture financière mondiale.....	5
La zone euro .....	10
Les États-Unis .....	13
Les autres économies avancées.....	16
Les économies de marché émergentes.....	16
Les cours des produits de base.....	17
Les implications pour l'économie canadienne.....	18
L'économie canadienne.....	21
Les conditions financières .....	21
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	24
L'activité économique .....	26
L'inflation.....	32
Les risques entourant les perspectives.....	35
Notes techniques	
Note technique 1 : Les conditions financières dans la zone euro et leurs retombées .....	8
Note technique 2 : L'austérité budgétaire dans la zone euro.....	11

Aujourd'hui, les tendances démographiques se sont inversées, la croissance de notre productivité a ralenti et le monde est en plein processus compétitif de désendettement. Nous pourrions donner l'impression de prospérer pendant un certain temps en consommant au-delà de nos moyens. Il se peut que les marchés nous permettent de le faire pendant plus longtemps que nous ne le devrions. Seulement, si nous cédon à la tentation, nous serons confrontés nous aussi à la longue à des ajustements pénibles. Il vaut mieux procéder à un rééquilibrage dès maintenant alors que nous sommes dans une position de force, afin d'atteindre un degré de compétitivité et de prospérité digne de notre pays.

—Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada  
12 décembre 2011  
Toronto (Ontario)*

# Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2012

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin et Agathe Côté. Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 13 janvier 2012.



# La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

## Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016.
- Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

## L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour<sup>2</sup>. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de

## Le suivi de l'inflation

chocs économiques.

pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des

à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation

cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six

Ce régime est également flexible. En temps normal, la Banque

d'un taux qui lui est inférieur.

son caractère symétrique : la Banque se préoccupe en effet

Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par

symétrique et flexible

## Le régime de ciblage de l'inflation est

### symétrique et flexible

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère symétrique : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.

- Ce régime est également flexible. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire supplémentaire nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration conditionnelle au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

© 2012 Banque du Canada

234, rue Wellington  
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111 ou 1 800 303-1282

info@banqueducanada.ca  
banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)  
ISSN 1490-1242 (Internet)



# Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2012



# Monetary Policy Report Summary

January 2012

*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on data received up to 13 January 2012.*

The outlook for the global economy has deteriorated and uncertainty has increased since October. The sovereign debt crisis in Europe has intensified, conditions in international financial markets have tightened and risk aversion has risen. The recession in Europe is now expected to be deeper and longer than the Bank had anticipated. The Bank continues to assume that European authorities will implement sufficient measures to contain the crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks. In the United States, while the rebound in real GDP during the second half of 2011 was stronger than anticipated, the Bank expects the recovery will proceed at a more modest pace going forward, owing to ongoing household deleveraging, fiscal consolidation and the spillovers from Europe. Chinese growth is decelerating, as expected, toward a more sustainable pace. Commodity prices—with the exception of oil—are expected to be below the levels anticipated in October through 2013.

The Bank's overall outlook for the Canadian economy is little changed from October. While the economy had more momentum than anticipated in the second half of 2011, the pace of growth going forward is expected to be more modest than previously envisaged, largely due to the external environment. Prolonged uncertainty about the global economic and financial environment is likely to dampen the rate of growth of business investment, albeit to a still-solid pace. Net exports are expected to contribute little to growth, reflecting moderate foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar. In contrast, very favourable financing conditions are expected to buttress consumer spending and housing activity. Household expenditures are expected to remain high relative to GDP and the ratio of household debt to income is projected to rise further.

## Highlights

- The outlook for the global economy has deteriorated and uncertainty has increased since October.
- The overall outlook for the Canadian economy is little changed from October. While there was more momentum than anticipated in the second half of 2011, the pace of growth going forward is expected to be more modest than previously envisaged.
- The Canadian economy is estimated to have grown by 2.4 per cent in 2011 and is projected to grow by 2.0 per cent in 2012 and 2.8 per cent in 2013. It is anticipated to return to full capacity by the third quarter of 2013.
- Both total and core inflation are expected to moderate in 2012 and subsequently rise, reaching 2 per cent by the third quarter of 2013.
- On 6 December 2011 and 17 January 2012, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.

The Bank estimates that the economy grew by 2.4 per cent in 2011 and projects that it will grow by 2.0 per cent in 2012 and 2.8 per cent in 2013. While the economy appears to be operating with less slack than previously assumed, given the more modest growth profile, the economy is only anticipated to return to full capacity by the third quarter of 2013, one quarter earlier than was expected in October.

The dynamics for inflation are similar to those anticipated in October, although the profile for inflation is marginally firmer. Both total and core inflation are expected to moderate in 2012 and subsequently rise, reaching 2 per cent by the third quarter of 2013 as excess supply is slowly absorbed, labour compensation grows modestly and inflation expectations remain well-anchored.

Several significant upside and downside risks are present in the inflation outlook for Canada.

### Projection for global economic growth

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth (per cent) <sup>b</sup>			
		2010	2011	2012	2013
United States	21	3.0 (3.0)	1.8 (1.7)	2.0 (1.7)	2.2 (3.3)
Euro area	16	1.8 (1.7)	1.5 (1.5)	-1.0 (0.2)	0.9 (1.5)
Japan	6	4.5 (4.0)	-0.8 (-0.6)	1.9 (2.0)	1.7 (2.5)
China	11	10.4 (10.4)	9.1 (9.1)	8.2 (8.2)	8.0 (8.2)
Rest of the world	46	5.8 (5.7)	4.2 (4.3)	3.1 (3.3)	3.2 (3.4)
World	100	5.2 (5.1)	3.7 (3.8)	2.9 (3.1)	3.3 (3.7)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, WEO, September 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the October 2011 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

### Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>

	2010	2011				2012				2013			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.1 (3.1)	3.5 (3.6)	-0.5 (-0.4)	3.5 (2.0)	2.0 (0.8)	1.8 (1.9)	1.8 (2.5)	2.1 (3.0)	2.6 (3.0)	3.1 (3.0)	3.1 (3.0)	3.0 (3.0)	2.8 (3.0)
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.3 (3.3)	2.8 (2.9)	2.1 (2.2)	2.4 (2.1)	2.1 (1.5)	1.7 (1.1)	2.3 (1.8)	1.9 (2.1)	2.1 (2.6)	2.4 (2.9)	2.7 (3.0)	2.9 (3.0)	3.0 (2.9)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.3 (1.3)	1.6 (1.6)	1.9 (1.9)	2.2 (2.0)	2.1 (1.8)	2.0 (1.7)	1.9 (1.7)	1.7 (1.6)	1.9 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.6 (2.6)	3.4 (3.4)	3.0 (3.0)	2.8 (2.7)	2.2 (1.9)	1.5 (1.0)	1.7 (1.2)	1.7 (1.5)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 (1.9)	2.1 (2.1)	2.9 (2.9)	3.0 (3.0)	2.7 (2.6)	2.1 (1.9)	1.4 (1.0)	1.6 (1.2)	1.6 (1.5)	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)
WTI <sup>b</sup> (level)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (90)	94 (85)	101 (87)	102 (87)	102 (87)	101 (88)	100 (88)	99 (88)	98 (88)	98 (88)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the October 2011 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 January 2012.



The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of stronger-than-expected inflationary pressures in the global economy, stronger-than-expected growth in the U.S. economy and stronger momentum in Canadian household spending.

The two main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt and banking concerns in Europe and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

**Real GDP growth is expected to pick up in the second half of 2012, resulting in a gradual absorption of excess supply**



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

**Total and core CPI inflation in Canada are projected to fall temporarily below 2 per cent in 2012**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Note: Dotted lines indicate projections.

a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Overall, the Bank judges that these risks are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 17 January, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. With the target interest rate near historic lows and the financial system functioning well, there is considerable monetary policy stimulus in Canada. The Bank will continue to monitor carefully economic and financial developments in the Canadian and global economies, together with the evolution of risks, and set monetary policy consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term.

---

## Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

**Monetary Policy Report** (January, April, July and October)

**Financial System Review** (June/December)

**Bank of Canada Review** (quarterly)\*

**Business Outlook Survey** (January, April, July and October)

**Senior Loan Officer Survey** (January, April, July and October)\*

**Speeches and Statements by the Governor\***

**Bank of Canada Banking and Financial Statistics** (monthly)\*

**Weekly Financial Statistics** (published each Friday)\*

**Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information**

**Annual Report\***

### **A History of the Canadian Dollar**

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

### **Conference Proceedings**

Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

### **Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers\***

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

---

\* Available only on the Bank's website

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

Print copies of the *Report* and the *Summary* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, 234 Wellington St., Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9

Telephone: 1 800 303-1282; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca); website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).

Rapport sur la politique monétaire

Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier

Paraît en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada

Paraît chaque trimestre.

Enquête sur les perspectives des entreprises

Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit

Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada

Paraît chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières

Paraît tous les vendredis.

\* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

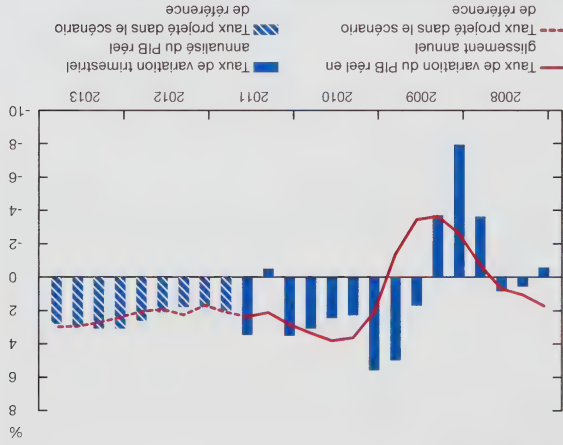
Plusieurs risques importants, à la hausse et à la baisse, pèsent sur la projection relative à l'inflation au Canada. Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'espérée et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru. Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu. Dans l'ensemble, la Banque juge que ces risques sont relativement équilibrés au cours de la période de projection. Compte tenu de tous ces facteurs, le 17 janvier, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Comme le taux d'intérêt cible se situe près de creux historiques et que le système financier fonctionne bien, la détente monétaire en place au Canada est considérable. La Banque continuera à suivre de près la situation économique et financière au pays et à l'étranger, de même que l'évolution des risques, et à établir la politique monétaire de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

**Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information**  
**Rapport annuel**  
**Le dollar canadien : une perspective historique**  
James Powell. Offert au prix de 8 \$ CAN, taxes en sus.  
**Actes de colloques**  
On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 \$ CAN l'exemplaire, taxes en sus; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études et autres communications présentées à des colloques, séminaires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.  
**Rapports techniques, documents de travail et documents d'analyse**  
Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes et aux banquiers centraux.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du Rapport ou du Sommaire, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, 234, rue Wellington, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9. Téléphone : 1 800 303-1282; adresse électronique : [publications@banqueducanada.ca](mailto:publications@banqueducanada.ca); site Web : [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca) ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)

La dynamique de l'inflation est similaire à celle prévue en octobre, même si le profil de l'inflation est un peu plus ferme. On prévoit que tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence baisseront en 2012, avant de remonter et d'atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013, l'offre excédentaire se résorbant lentement, la rémunération du travail progressant modestement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées.

### Le taux d'accroissement du PIB réel devrait remonter au deuxième semestre de 2012, ce qui devrait se traduire par une résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

### L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence au Canada devrait s'inscrire temporairement sous 2 % en 2012



Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

IPC global  
Fourchette de maîtrise de l'inflation  
Indice de référence<sup>a</sup>

Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.  
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 janvier 2012.

WTI <sup>b</sup> (niveau)	IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	IPC global (taux de variation en glissement annuel)	Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)														
						4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.										
85	1,9	2,1	2,3	1,6	3,3	3,1	3,5	-0,5	3,5	2,0	1,8	1,8	2,1	2,6	3,1	3,0	2,8	4 <sup>e</sup> trim.	2010
(85)	(1,9)	(2,1)	(2,3)	(1,6)	(3,3)	(3,1)	(3,6)	(-0,4)	(2,0)	(0,8)	(1,9)	(2,5)	(3,0)	2,1	3,1	(3,0)	3,0		
94	2,1	2,9	2,6	1,3	2,8	2,1	2,2	2,1	2,4	2,1	1,7	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(94)	(2,1)	(2,9)	(3,4)	(1,3)	(2,2)	(2,1)	(1,5)	(2,1)	2,2	2,1	1,7	2,3	1,9	2,1	2,4	(3,0)	(3,0)	3,0	
103	2,9	3,0	3,4	1,6	2,1	2,1	1,5	1,9	2,2	2,2	2,0	1,8	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	
(103)	(2,9)	(3,0)	(3,4)	(1,6)	(1,9)	(2,0)	(1,8)	(2,1)	(2,2)	(2,1)	(1,7)	(1,7)	(1,6)	1,7	1,9	1,9	2,0	2,0	
90	3,0	2,7	2,8	1,9	2,2	2,2	1,5	1,9	2,4	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(90)	(3,0)	(2,7)	(2,7)	(1,9)	(2,0)	(1,8)	(1,1)	(1,9)	2,1	1,8	1,8	2,5	2,1	2,6	3,1	3,0	3,0	2,8	
85	2,6	2,1	2,2	1,6	2,8	2,1	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(85)	(2,6)	(2,7)	(2,7)	(1,9)	(2,0)	(1,8)	(1,1)	(1,9)	2,1	1,8	1,8	2,5	2,1	2,6	3,1	3,0	3,0	2,8	
94	2,7	2,1	2,2	1,3	2,8	2,1	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(85)	(2,6)	(2,7)	(2,7)	(1,9)	(2,0)	(1,8)	(1,1)	(1,9)	2,1	1,8	1,8	2,5	2,1	2,6	3,1	3,0	3,0	2,8	
101	2,1	1,4	1,5	1,7	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(87)	(1,9)	(1,0)	1,5	1,7	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(102)	1,4	1,6	1,7	1,9	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(87)	(1,2)	(1,5)	1,7	1,9	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
102	1,6	1,6	1,7	1,9	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(87)	(1,2)	(1,5)	1,7	1,9	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(88)	1,8	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(88)	(1,8)	(1,8)	1,8	1,9	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
100	1,9	1,9	1,9	1,9	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(88)	(1,9)	(1,9)	1,9	1,9	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
99	2,0	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(88)	(1,9)	(1,9)	2,0	2,0	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
98	2,0	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	
(88)	(2,0)	(2,0)	2,0	2,0	2,2	2,2	1,5	1,9	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	2,1	2,4	2,7	2,9	3,0	

## Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>

Source : Banque du Canada

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2011

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2010.

Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)				
		2010	2011	2012	2013
Etats-Unis	21	3,0 (3,0)	1,8 (1,7)	2,0 (1,7)	2,2 (3,3)
Zone euro	16	1,8 (1,7)	1,5 (1,5)	-1,0 (0,2)	0,9 (1,5)
Japon	6	4,5 (4,0)	-0,8 (-0,6)	1,9 (2,0)	1,7 (2,5)
Chine	11	10,4 (10,4)	9,1 (9,1)	8,2 (8,2)	8,0 (8,2)
Autres pays	46	5,8 (5,7)	4,2 (4,3)	3,1 (3,3)	3,2 (3,4)
Ensemble du monde	100	5,2 (5,1)	3,7 (3,8)	2,9 (3,1)	3,3 (3,7)

## Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

La Banque estime que le taux de croissance de l'économie s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. Même si le niveau de capacités inutilisées dans l'économie semble moins important qu'on ne l'avait supposé auparavant, étant donné le profil de croissance plus modeste de l'économie, celle-ci ne devrait tourner de nouveau à plein régime qu'au troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt qu'escompté en octobre.

La Banque estime que le taux de croissance de l'économie s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. Même si le niveau de capacités inutilisées dans l'économie semble moins important qu'on ne l'avait supposé auparavant, étant donné le profil de croissance plus modeste de l'économie, celle-ci ne devrait tourner de nouveau à plein régime qu'au troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt qu'escompté en octobre.

La Banque estime que le taux de croissance de l'économie s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. Même si le niveau de capacités inutilisées dans l'économie semble moins important qu'on ne l'avait supposé auparavant, étant donné le profil de croissance plus modeste de l'économie, celle-ci ne devrait tourner de nouveau à plein régime qu'au troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt qu'escompté en octobre.

La Banque estime que le taux de croissance de l'économie s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. Même si le niveau de capacités inutilisées dans l'économie semble moins important qu'on ne l'avait supposé auparavant, étant donné le profil de croissance plus modeste de l'économie, celle-ci ne devrait tourner de nouveau à plein régime qu'au troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt qu'escompté en octobre.

La Banque estime que le taux de croissance de l'économie s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. Même si le niveau de capacités inutilisées dans l'économie semble moins important qu'on ne l'avait supposé auparavant, étant donné le profil de croissance plus modeste de l'économie, celle-ci ne devrait tourner de nouveau à plein régime qu'au troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt qu'escompté en octobre.



# Rapport sur la politique monétaire

## Sommaire

Janvier 2012

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur les données reçues au 13 janvier 2012.

Les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée depuis octobre. La crise de la dette souveraine en Europe s'est intensifiée, les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont resserrées et l'aversion pour le risque a augmenté. La Banque s'attend maintenant à ce que la récession en Europe soit plus profonde et dure plus longtemps qu'elle ne l'avait anticipé. La Banque suppose encore que les autorités européennes mettront en œuvre les mesures suffisantes pour contenir la crise, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. Aux États-Unis, même si le redressement du PIB réel au deuxième semestre de 2011 a été plus prononcé qu'espéré, la Banque prévoit que la reprise se poursuivra à un rythme plus modeste, en raison de la réduction du levier d'endettement des ménages qui est en cours, de l'assainissement budgétaire et des répercussions de la situation en Europe. En Chine, le rythme d'expansion ralentit comme prévu pour se rapprocher d'un niveau plus soutenable. Les cours des produits de base — à l'exception du pétrole — devraient se situer jusqu'à la fin de 2013 à des niveaux inférieurs à ceux qui avaient été anticipés en octobre. Dans l'ensemble, les perspectives d'évolution de l'économie canadienne établies par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées en octobre. Bien que l'économie ait fait montre au second semestre de 2011 d'un plus grand dynamisme que prévu, le taux de croissance projeté pour la période à venir est plus modeste qu'envisagé précédemment. La Banque estime que le taux de croissance de l'économie canadienne s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. L'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au troisième trimestre de 2013. On prévoit que tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence baisseront en 2012, avant de remonter et d'atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013. Le 6 décembre 2011 et le 17 janvier 2012, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

### Faits saillants

- Les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée depuis octobre.
- Dans l'ensemble, les perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont essentiellement les mêmes que celles présentées en octobre. Bien que l'économie ait fait montre au second semestre de 2011 d'un plus grand dynamisme que prévu, le taux de croissance projeté pour la période à venir est plus modeste qu'envisagé précédemment.
- La Banque estime que le taux de croissance de l'économie canadienne s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. L'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au troisième trimestre de 2013.
- On prévoit que tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence baisseront en 2012, avant de remonter et d'atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013.
- Le 6 décembre 2011 et le 17 janvier 2012, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

CA1  
FN  
- M56

# Monetary Policy Report

April 2012



# Canada's Inflation-Control Strategy<sup>1</sup>

## Inflation targeting and the economy

- The Bank's mandate is to conduct monetary policy to promote the economic and financial well-being of Canadians.
- Canada's experience with inflation targeting since 1991 has shown that the best way to foster confidence in the value of money and to contribute to sustained economic growth, employment gains and improved living standards is by keeping inflation low, stable and predictable.
- In 2011, the Government and the Bank of Canada renewed Canada's inflation-control target for a further five-year period, ending 31 December 2016. The target, as measured by the total consumer price index (CPI), remains at the 2 per cent midpoint of the control range of 1 to 3 per cent.

## The monetary policy instrument

- The Bank carries out monetary policy through changes in the target overnight rate of interest.<sup>2</sup> These changes are transmitted to the economy through their influence on market interest rates, domestic asset prices and the exchange rate, which affect total demand for Canadian goods and services. The balance between this demand and the economy's production capacity is, over time, the primary determinant of inflation pressures in the economy.
- Monetary policy actions take time—usually from six to eight quarters—to work their way through the economy and have their full effect on inflation. For this reason, monetary policy must be forward looking.
- Consistent with its commitment to clear, transparent communications, the Bank regularly reports its perspective on the forces at work on the economy and their

implications for inflation. The *Monetary Policy Report* (MPR) is a key element of this approach. Policy decisions are typically announced on eight pre-set days during the year, and full updates of the Bank's outlook, including risks to the projection, are published four times per year in the MPR.

## Inflation targeting is *symmetric* and *flexible*

- Canada's inflation-targeting approach is *symmetric*, which means that the Bank is equally concerned about inflation rising above or falling below the 2 per cent target.
- Canada's inflation-targeting framework is *flexible*. Typically, the Bank seeks to return inflation to target over a horizon of six to eight quarters. However, the most appropriate horizon for returning inflation to target will vary depending on the nature and persistence of the shocks buffeting the economy.

## Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by fluctuations in the prices of certain volatile components (e.g., fruit and gasoline) and by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank also monitors a set of "core" inflation measures, most importantly the CPIX, which strips out eight of the most volatile CPI components and the effect of indirect taxes on the remaining components. These "core" measures allow the Bank to "look through" temporary price movements and focus on the underlying trend of inflation. In this sense, core inflation is monitored as an *operational guide* to help the Bank achieve the total CPI inflation target. It is not a replacement for it.

<sup>1</sup> See *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target* (8 November 2011) and *Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information—November 2011*, which are both available on the Bank's website.

<sup>2</sup> When interest rates are at the zero lower bound, additional monetary easing to achieve the inflation target can be provided through three unconventional instruments: (i) a *conditional* statement on the future path of the policy rate; (ii) quantitative easing; and (iii) credit easing. These instruments and the principles guiding their use are described in the Annex to the April 2009 *Monetary Policy Report*.

The *Monetary Policy Report* is available on the Bank of Canada's website at [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca).

### For further information, contact:

Publication Information  
Communications Department  
**Bank of Canada**  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario K1A 0G9

Telephone: 613 782-8111;  
1 800 303-1282 (toll free in North America)  
Email: [info@bankofcanada.ca](mailto:info@bankofcanada.ca) Website: [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca)

ISSN 1201-8783 (Print)  
ISSN 1490-1234 (Online)  
©2012 Bank of Canada





BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA



# Monetary Policy Report

---

April 2012

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin and Agathe Côté.

This report includes data received up to 13 April 2012.

---

---

The Bank will take whatever action is appropriate to achieve the 2 per cent CPI inflation target over the medium term. This is our contribution to ensuring that Canadians can save and invest with confidence.

Over the next few years, Canadian businesses will also have to analyse and act. Their decisions to refocus, retool and retrain will do much to determine how rapidly our prosperity grows in the decades ahead.

— Mark Carney

*Governor, Bank of Canada  
2 April 2012  
Waterloo, Ontario*

---

# Contents

---

Overview .....	1
<b>Global Economy</b> .....	3
Global Financial Conditions .....	4
Euro Area .....	7
United States .....	8
Japan .....	11
Emerging-Market Economies .....	11
Commodity Prices .....	12
Implications for the Canadian Economy .....	14
Canadian Dollar .....	15
Box 1: Rising Oil Prices and Their Impact on the Canadian Economy .....	16
<b>Canadian Economy</b> .....	19
Financial Conditions .....	19
Estimated Pressures on Capacity .....	22
The Real Economy .....	23
Box 2: The Savings Rate, Housing Wealth and Debt .....	27
Inflation .....	30
<b>Risks to the Outlook</b> .....	35

---





# Overview

---

The profile for global economic growth has improved since January. Europe is expected to emerge slowly from recession in the second half of 2012, although the risks around this outlook remain high. The profile for U.S. growth is slightly stronger, reflecting the balance of somewhat improved labour markets, financial conditions and confidence on the one hand, and emerging fiscal consolidation and ongoing household deleveraging on the other. Economic activity in emerging-market economies is expected to moderate to a still-robust pace over the projection horizon, supported by an easing of macroeconomic policies. Improved global economic prospects, supply disruptions and geopolitical risks have kept commodity prices elevated. In particular, the international price of oil has risen further and is now considerably higher than that received by Canadian producers. If sustained, these oil price developments could dampen the improvement in economic momentum.

Overall, economic momentum in Canada is slightly firmer than the Bank had expected in January. The external headwinds facing Canada have abated somewhat, with the U.S. recovery more resilient and financial conditions more supportive than previously anticipated. As a result, business and household confidence are improving faster than forecast in January. The Bank projects that private domestic demand will account for almost all of Canada's economic growth over the projection horizon. Household spending is expected to remain high relative to GDP as households add to their debt burden, which remains the biggest domestic risk. Business investment is projected to remain robust, reflecting solid balance sheets, very favourable credit conditions, continuing strong terms of trade and heightened competitive pressures. The contribution of government spending to growth is expected to be quite modest over the projection horizon, in line with recent federal and provincial budgets. The recovery in net exports is likely to remain weak in light of modest external demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

The Bank projects that the economy will grow by 2.4 per cent in both 2012 and 2013 before moderating to 2.2 per cent in 2014. The degree of economic slack has been somewhat smaller than the Bank had anticipated in January, and the economy is now expected to return to full capacity in the first half of 2013.

As a result of this reduced slack and higher gasoline prices, the profile for inflation is expected to be somewhat firmer than anticipated in January. After moderating this quarter, total CPI inflation is expected, along with core inflation, to be around 2 per cent over the balance of the projection horizon as the economy reaches its production potential, the growth of labour compensation remains moderate and inflation expectations stay well anchored.

Despite recent improvements to the outlook for the global and Canadian economies, risks remain elevated.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-expected oil prices, stronger-than-expected growth in the U.S. economy and stronger momentum in Canadian household spending.

The two main downside risks to inflation in Canada relate to a reintensification of sovereign debt and banking concerns in Europe, and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.

Reflecting all of these factors, on 17 April, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. In light of the reduced slack in the economy and firmer underlying inflation, some modest withdrawal of the present considerable monetary policy stimulus may become appropriate, consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term. The timing and degree of any such withdrawal will be weighed carefully against domestic and global economic developments.

# Global Economy

Recent developments point to a somewhat stronger profile for global economic growth than was expected at the time of the last *Report* (Table 1). The heightened uncertainty around the global outlook has eased from very high levels, but volatility can be expected to persist. Economic conditions in the United States have improved, and policy initiatives to address the sovereign debt and banking crisis in the euro area have resulted in some improvement in European debt markets and global financial conditions.

Recent developments point to a somewhat stronger profile for global economic growth

**Table 1: Projection for global economic growth**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth (per cent) <sup>b</sup>			
		2011	2012	2013	2014
United States	20	1.7 (1.8)	2.3 (2.0)	2.5 (2.2)	3.6
Euro area	15	1.5 (1.5)	-0.6 (-1.0)	0.8 (0.9)	1.4
Japan	6	-0.7 (-0.8)	1.9 (1.9)	1.6 (1.7)	1.6
China	14	9.2 (9.1)	8.1 (8.2)	8.0 (8.0)	8.0
Rest of the world	46	4.3 (4.2)	3.4 (3.1)	3.5 (3.2)	3.7
World	100	3.8 (3.7)	3.2 (2.9)	3.4 (3.3)	3.8

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, *World Economic Outlook*, September 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the January 2012 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

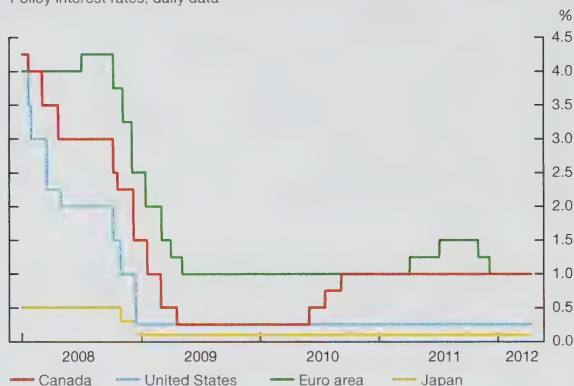
The global economy continues to face significant challenges, however. Overall, global economic growth is projected to moderate in 2012 to 3.2 per cent and to recover to 3.4 per cent in 2013 and 3.8 per cent in 2014.<sup>1</sup> Despite the positive impact of recent policy initiatives, the euro area is still expected to experience a recession lasting until the third quarter of 2012, followed by a sluggish recovery, with fiscal austerity, bank deleveraging and weak confidence continuing to weigh on growth. The U.S. economic expansion is projected to continue at a moderate pace through 2014, owing to the restraining effects of household deleveraging, fiscal consolidation and continuing negative spillover effects from the European crisis. Economic activity in emerging-market economies is expected to moderate over the projection horizon, albeit at a still-robust pace, supported by some easing in macro-economic policies. Improved prospects for global economic growth and supply-side disruptions have kept global commodity prices elevated, particularly for crude oil, where prices also incorporate a geopolitical risk premium related to tensions in the Middle East. This is expected to have a slight dampening effect on global economic momentum.

The global economy continues to face significant challenges, however

<sup>1</sup> As is customary in the April issue of the *Monetary Policy Report*, the projection horizon has been extended by one year, in this case, to 2014.

**Chart 1: Central banks in advanced economies have maintained policy interest rates at historically low levels**

Policy interest rates, daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 13 April 2012

In response to modest underlying inflation pressures, central banks in advanced economies have maintained policy rates at historically low levels (Chart 1), and a few have engaged in further quantitative easing. Central banks in a number of emerging-market economies have continued to reverse past policy tightening in light of slowing prospects for domestic economic growth.

## Global Financial Conditions

Conditions in global financial markets have improved, on balance, since the release of the *January Report*. The measures taken in Europe to address the sovereign debt and bank funding crisis, as well as stronger growth prospects in the United States, have led to an improvement in market sentiment over this period. The tone in markets was also boosted by the U.S. stress tests, which showed that the largest U.S. banks would retain sufficient capital to withstand an extremely adverse macroeconomic scenario. More recently, however, concerns about the sovereign debt positions of some euro-area peripheral economies, especially Spain, have reintensified, and investor confidence has diminished somewhat.

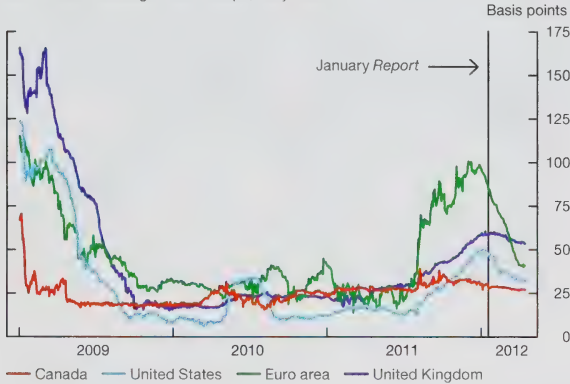
European policy-makers have taken a number of initiatives over the past year to improve financial stability and confidence. They have agreed on a second financial program for Greece in conjunction with substantial private sector debt relief, raised the requirement for core Tier 1 capital ratios for banks, adopted a new Fiscal Compact and increased the financial backstop for euro-area members from €500 billion to €700 billion.<sup>2</sup> In addition, the European Central Bank (ECB) has provided approximately €1 trillion in liquidity to banks in the region through two longer-term refinancing

*Conditions in global financial markets have improved, on balance*

<sup>2</sup> The combined lending capacity of the European Financial Stability Facility and the European Stability Mechanism (ESM) is €700 billion, of which €500 billion represents the permanent lending capacity of the ESM. The remaining €200 billion consists of existing commitments to Greece, Ireland and Portugal.

## Chart 2: Funding conditions for European banks have improved since the last Report

Spreads between 3-month interbank borrowing rates and 3-month overnight index swaps, daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 13 April 2012

## Chart 3: With the exception of Spain, yields on euro-area government bonds have fallen since the January Report

Yields on 10-year sovereign bonds, daily data



Note: Owing to data limitations, yields on 9-year sovereign bonds are used for Ireland.

Source: Bloomberg

Last observation: 13 April 2012

operations and loosened collateral requirements.<sup>3</sup> As a result, funding conditions for European financial institutions have improved (Chart 2). With the exception of Spain, yields on euro-area government bonds have fallen, with sovereign spreads over German bonds declining (Chart 3). Taken together, these developments suggest that the near-term risk of a severe bank liquidity crisis in the euro area has decreased.

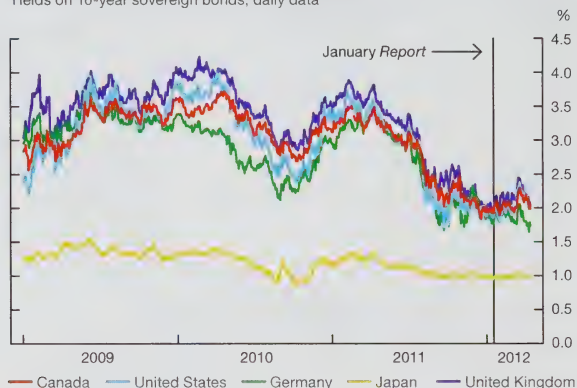
Government bond yields in most major advanced economies have fluctuated noticeably since the release of the *January Report*. Following an initial rise in reaction to improved prospects for global economic growth, yields

<sup>3</sup> The longer-term refinancing operations were conducted in December 2011 and February 2012. The net liquidity injection amounted to around €500 billion after taking into account the existing borrowing from the European Central Bank that was rolled out of short-term operations such as the main refinancing operations with a maturity of one week.



**Chart 4: Government bond yields in most major advanced economies are relatively unchanged from the last Report**

Yields on 10-year sovereign bonds, daily data

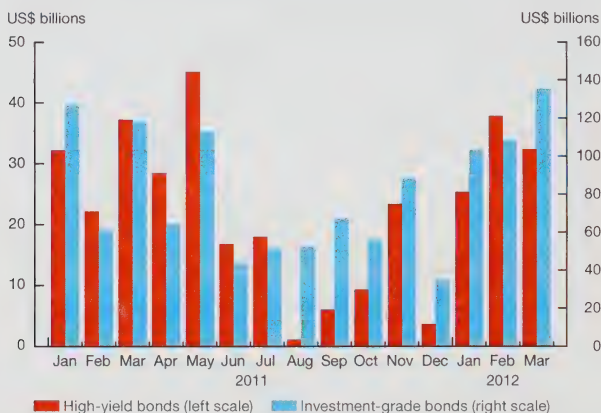


Source: Bloomberg

Last observation: 13 April 2012

**Chart 5: Corporate bond issuance has recovered strongly since the beginning of the year**

Global corporate issuance placed in U.S. dollars, monthly data



Source: Bloomberg

Last observation: March 2012

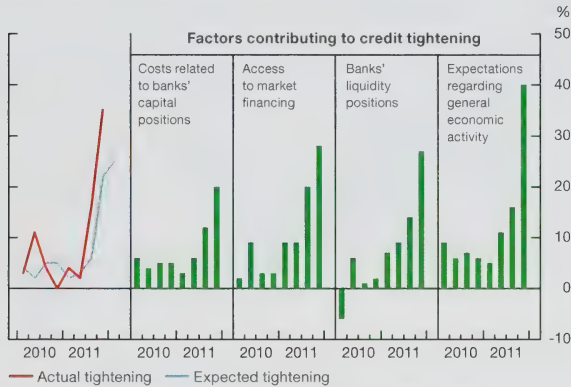
*Corporate bond issuance has recovered strongly*

have reversed most of their gains, owing to the deterioration in market sentiment in the past few weeks (Chart 4). In particular, German bond yields have fallen to record lows. Equity prices have fallen modestly in Europe since the last Report, reflecting renewed concerns over the debt situation, but have improved in most other economies. Global corporate bond spreads have narrowed, particularly for financial and high-yield issuers, and yields on U.S. investment-grade corporate bonds recently touched all-time lows. In this shifting environment, corporate bond issuance has recovered strongly since the beginning of the year, with both financial and non-financial firms taking advantage of better access to primary markets (Chart 5).

Despite the generally improved tone in financial markets since January, banks in the euro area have continued to tighten borrowing conditions for households and firms (Chart 6). Developments in Europe have also had

**Chart 6: Banks in the euro area have continued to tighten borrowing conditions since the last Report**

Net percentages of banks contributing to credit tightening for enterprises



Note: Data reflect responses to the euro-area Bank Lending Survey. "Actual tightening" refers to the tightening that has already occurred, while "expected tightening" refers to the additional tightening anticipated by banks.

Source: European Central Bank

Last observation: 2011Q4

an impact on bank lending conditions in the United States. Foreign banks operating in the United States have tightened approval standards on loans to U.S. corporations, while both U.S. and foreign banks tightened conditions on loans to banks headquartered in Europe and to non-financial firms with significant exposures to European economies.

While the ECB's expanded liquidity operations have not by themselves directly improved the underlying health of bank balance sheets, they have created space for the restructuring of these balance sheets to proceed at an orderly pace. Pressures on funding conditions from bank deleveraging in the euro area are thus expected to persist, but to be less intense than anticipated at the time of the January Report.

## Euro Area

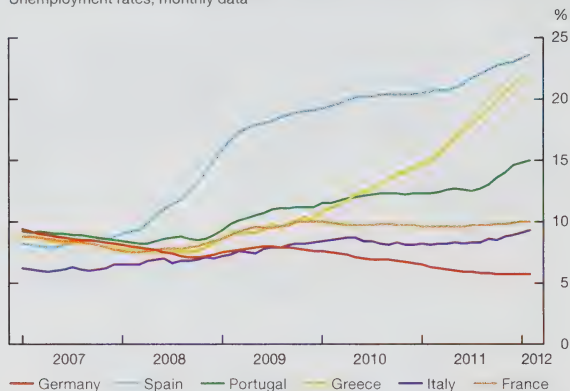
The euro area entered a recession in the fourth quarter of 2011, with real GDP contracting by 1.2 per cent, as expected. However, recent economic conditions have improved slightly. Business and consumer confidence have recovered modestly, and purchasing managers' indexes suggest that the pace of output contraction is likely to ease somewhat in the first half of 2012.

The divergences in economic conditions between the core and peripheral euro-area economies are striking. The unemployment rate in Germany remains close to post-unification record lows, while unemployment rates in Spain, Portugal and Greece are at record highs (Chart 7). Indicators such as unit labour costs suggest that the peripheral economies have made limited progress in narrowing their competitiveness gap with the core economies. In light of continued economic weakness, some peripheral economies face considerable challenges in implementing the extensive fiscal adjustments and deep structural reforms required to restore competitiveness and ensure sustainable fiscal positions.

*The euro area entered a recession in the fourth quarter of 2011, which is projected to continue through the third quarter of 2012*

**Chart 7: Striking divergences are apparent between the unemployment rates of core and peripheral economies in the euro area**

Unemployment rates, monthly data



Source: Eurostat

Last observations: January and February 2012

The euro area is projected to be in recession through the third quarter of 2012 as fiscal consolidation, bank deleveraging, tight financial conditions and negative confidence effects lead to a significant drop in domestic demand. A modest recovery in economic activity is projected to begin in the second half of 2012, supported by a pickup in export growth in response to a gradual strengthening in external demand. Domestic demand is projected to grow modestly beginning in 2013, boosted by a gradual easing in financial conditions and an improvement in confidence. Relative to the January *Report*, the ongoing recession is expected to be somewhat shallower, owing to smaller-than-anticipated negative effects from both bank deleveraging and weak confidence levels. Growth prospects over the remainder of the projection horizon, however, are similar to expectations in January.

Increases in commodity prices and a rise in indirect taxes and administered prices from fiscal consolidation brought total inflation in the euro area to 2.6 per cent in March. Inflation pressures are expected to moderate over the projection horizon, however, in response to considerable excess capacity.

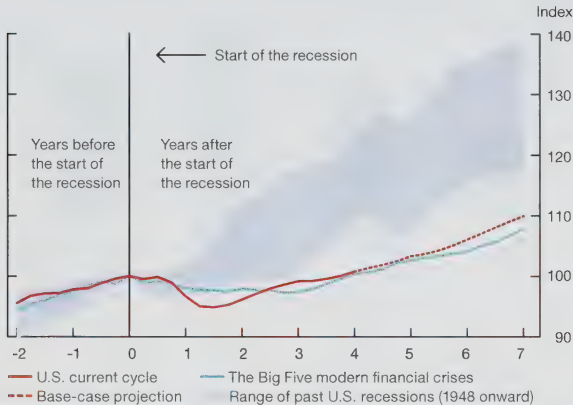
## United States

*U.S. consumer and business confidence have shown more resilience than expected*

U.S. real GDP grew by close to 2.5 per cent in the second half of 2011, from less than 1 per cent over the first half of the year, and recent economic developments have been largely positive. On average, monthly employment gains have strengthened since the fourth quarter of 2011, and consumer and business confidence have shown more resilience than expected. The assessment of the fundamentals for household spending is now stronger, owing to upward revisions to personal income over the second half of 2011, while the recent increase in equity prices has boosted household net worth. The spillover effects of the euro-area crisis on U.S. financial conditions and confidence are likely to be smaller than expected. As a result, the profile for U.S. economic growth is stronger over the projection horizon than was anticipated in the last *Report*, despite the negative effects of higher oil prices.

### Chart 8: U.S. real GDP growth is projected to remain relatively modest compared with previous U.S. recoveries

U.S. real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data



Note: The Big Five modern financial crises, as described in Reinhart and Rogoff (2008), are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C.M. Reinhart and K.S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, Organisation for Economic Co-operation and Development, and Bank of Canada projections

Notwithstanding this stronger outlook, U.S. real GDP is projected to grow at a relatively modest pace through the first half of 2013, dampened by fiscal consolidation and continued household deleveraging (Chart 8). Economic activity is expected to strengthen more noticeably thereafter as the impact of these factors dissipates. On balance, growth in real GDP is projected to rise from 2.3 per cent in 2012, to 2.5 per cent in 2013 and 3.6 per cent in 2014.

Monetary conditions are expected to remain very accommodative: the U.S. Federal Reserve recently extended, through to at least late 2014, its guidance regarding the period during which economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate.<sup>4</sup> In contrast, fiscal consolidation is expected to exert a significant drag on U.S. economic growth, amounting to roughly 1 percentage point in 2012, 2.5 percentage points in 2013 and one-half percentage point in 2014, similar to expectations at the time of the *January Report* (Chart 9). This projected fiscal drag includes the winding down of stimulus programs introduced during the recession, the expiration of payroll tax reductions at the end of 2012 and sequestration cuts starting in 2013. The projected increase in U.S. real GDP growth between 2013 and 2014 is highly contingent on the expected profile for fiscal policy.<sup>5</sup>

U.S. real GDP is projected to grow at a relatively modest pace

Fiscal consolidation is expected to exert a significant drag on U.S. economic growth

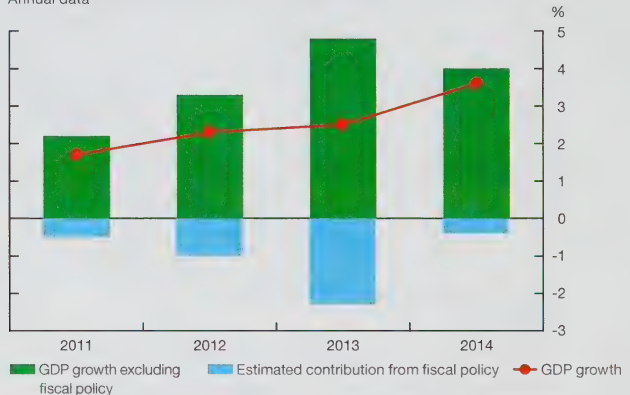
<sup>4</sup> The U.S. Federal Reserve has also adopted an explicit inflation target of 2 per cent, as measured by the annual change in the price index for personal consumption expenditures.

<sup>5</sup> Policy-makers in the United States could decide to adopt policies that would reduce the projected size of the fiscal drag in 2013. This could be achieved by postponing some or most of the sequestration cuts that are currently expected to take place during that year. The stronger economic growth in 2013 that would result from these actions could be at the expense of growth in 2014, however (depending on the revised timing of the cuts).



**Chart 9: Fiscal consolidation is expected to exert a significant drag on U.S. real GDP growth**

Annual data

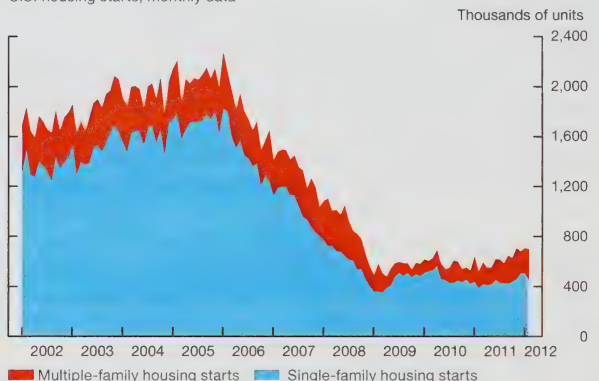


Note: The contribution of fiscal policy to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects on other components of aggregate demand. The estimated contribution over history has been reassessed in light of additional information on U.S. government spending.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 10: U.S. housing starts remain at a low level**

U.S. housing starts, monthly data



Source: U.S. Census Bureau

Last observation: February 2012

The recovery in consumption spending is projected to remain quite modest by historical standards as households rebuild their balance sheets in an environment of persistently weak housing prices, fiscal consolidation, modest gains in employment and elevated oil prices.

Residential investment remains very weak ▶

Residential investment remains very weak. Recent growth partly reflects an increase in the construction of apartment buildings, as high unemployment and tight mortgage credit conditions have led to a shift in demand away from home ownership toward renting (Chart 10). The inventory of vacant houses and the pending supply of foreclosures remain near recent record-high levels and are restricting the construction of new homes, as well as putting downward pressure on house prices. High vacancy rates and tight credit conditions have also been restraining the growth of non-residential construction. Both residential and non-residential construction are projected to remain



at low levels, although some gradual improvement is expected over the projection horizon, supported by the reduction in the overhang of unsold houses, a gradual easing in borrowing conditions and a stronger economy.

Exports and business investment in equipment and software are expected to provide important support to U.S. economic growth over the projection horizon. Notwithstanding the dampening effects from low rates of resource utilization, business investment is projected to grow at a healthy pace through 2014, supported by solid corporate balance sheets, strong earnings and the low cost of capital. Although the growth of exports is expected to slow somewhat in 2012, owing to the recent appreciation of the U.S. dollar and a deceleration in foreign demand, it should rebound over 2013–14 as global demand recovers.

Given the modest pace of U.S. economic growth, excess supply conditions are expected to recede only gradually over the projection horizon. As a result, underlying inflation pressures are projected to remain subdued.

- ◀ *Exports and business investment are expected to provide important support to U.S. economic growth*

## Japan

In Japan, real GDP fell by 0.7 per cent in the fourth quarter of 2011 as supply-chain disruptions from the flooding in Thailand, as well as the high level of the yen and faltering external demand, caused a sharp decline in exports. With rapid restoration of these supply chains, indicators suggest that growth in Japan resumed at a modestly positive pace in the first quarter of 2012. Over the projection horizon, real GDP growth is projected to average around 1.7 per cent per year, supported by the continued rebuilding of infrastructure. Although exports are expected to grow only modestly in 2012, they are projected to gather momentum beginning in 2013, as global demand rebounds. With inflation well below the recently announced goal of 1 per cent, the Bank of Japan decided to increase the size of its Asset Purchase Program by ¥10 trillion, or about 2 per cent of GDP, through government bond purchases.

## Emerging-Market Economies

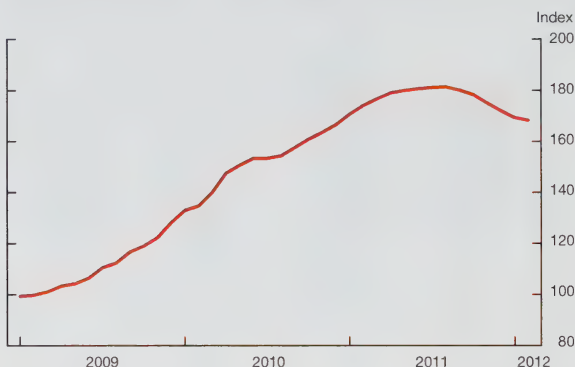
Real GDP growth in China in the first quarter moderated to 8.1 per cent on a year-over-year basis, as a result of lower external demand and the effects of previous tightening in monetary and macroprudential policies. Activity in the housing sector has slowed, causing house prices to retreat from the recent peak reached in August 2011 (Chart 11). Growth in exports has decelerated more abruptly, in response to weaker demand from Europe, which accounts for around one-fifth of Chinese exports (Chart 12). Consumer price inflation in China stood at 3.6 per cent in March 2012, well below its recent peak of 6.5 per cent in July 2011, owing in large part to rapidly moderating food price inflation. With inflation pressures easing, monetary policy is becoming more accommodative. Chinese authorities have reduced the reserve requirement ratio by 100 basis points since December, and further easing is expected.

Growth in China's real GDP is projected to average approximately 8 per cent per year through 2014, similar to expectations at the time of the January Report. A modest appreciation of China's real exchange rate and the government's announced plan to boost household spending are expected to support a gradual rotation of demand away from exports and investment and toward consumption. Nevertheless, global imbalances remain a concern and are projected to stay elevated over the projection horizon.

- ◀ *Growth in China's real GDP is projected to average approximately 8 per cent per year through 2014*

**Chart 11: House prices in China have started to decline**

Existing apartment prices; index: December 2008 = 100, monthly data

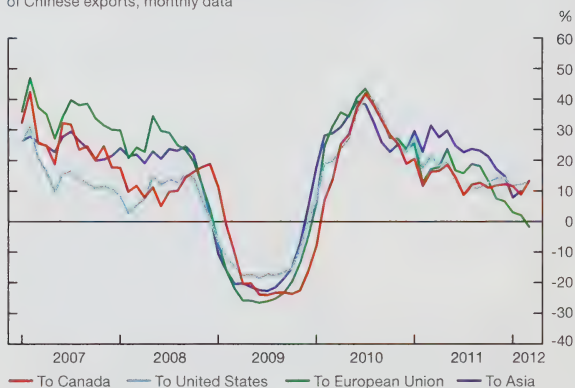


Sources: SouFun Holdings Ltd. and Embassy of Canada in China

Last observation: February 2012

**Chart 12: Growth in China's exports has decelerated**

Year-over-year growth rate of 3-month moving average of Chinese exports, monthly data



Source: China, General Administration of Customs

Last observations: February and March 2012

Economic growth in other emerging markets is expected to gain momentum over 2013–14



Real GDP growth in other emerging-market economies is also projected to decelerate in 2012, driven primarily by slowing external demand, past policy tightening and pressures on financial conditions from international bank deleveraging in some countries. However, economic growth is expected to gain momentum over 2013–14, as the growth of exports to advanced economies recovers. Growth prospects for these economies have been revised upward relative to the *January Report*, owing to stronger foreign demand, somewhat easier financial conditions and higher commodity prices, which benefit many commodity producers in this group.

## Commodity Prices

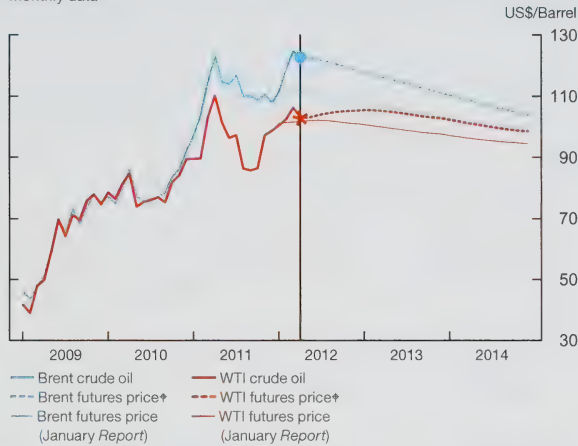
Global commodity prices have generally stayed at elevated levels



Global commodity prices have generally stayed at elevated levels, but have moved in somewhat different directions over the past few months. Heightened geopolitical tensions in the Middle East, together with supply disruptions in some jurisdictions and an improvement in the outlook for global economic

**Chart 13: Oil prices are expected to stay at elevated levels**

Monthly data



★ Spot price for WTI crude oil (13 April 2012)

● Front-month futures for Brent crude oil (13 April 2012)

† Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 April 2012

Note: Values for crude oil prices in April 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 April 2012. For Brent crude oil prices, front-month futures prices are used.

Source: Bank of Canada

activity, have combined to push Brent crude oil prices above the levels anticipated at the time of the *January Report*. Prices for West Texas Intermediate (WTI) crude oil, in contrast, are little changed compared with their levels at the time of the *January Report*, owing to abundant supply conditions in the U.S. Midwest. As a result, the spread between Brent and WTI crude oil prices has widened to approximately US\$20 per barrel. Based on the latest futures curve, prices for both Brent and WTI are projected to remain firm in the near term, declining thereafter in response to the normalization of global supply conditions (Chart 13). Oil prices are projected to be higher than expected at the time of the last *Report*, consistent with a more optimistic assessment of demand prospects.

North American prices for natural gas have fallen, as cuts in production have failed to offset the impact of unseasonably warm weather. The latest futures curve suggests that natural gas prices will rise through 2014 as natural gas gains market share as an input for the generation of electricity, but prices are nevertheless projected to remain at relatively low levels, below the profile anticipated in the *January Report* (Chart 14).

Prices of non-energy commodities have increased over the past few months, supported by improved global demand, as well as supply concerns in agricultural markets. While prices for agricultural products are expected to decline over the projection horizon as supply conditions improve, prices for forestry products are projected to rise gradually, in line with a modest recovery in the U.S. housing sector. Metals prices are expected to remain at current levels until the end of 2013, before rising in 2014 owing to stronger global economic growth.

Oil prices are projected to be higher than expected at the time of the last *Report*

**Chart 14: Prices for natural gas are projected to remain at relatively low levels**

Monthly data



● Spot price for natural gas (13 April 2012)

◆ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 April 2012

Note: Values for natural gas prices in April 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 April 2012.

Source: Bank of Canada

*External demand for Canada's exports remains weak*

## Implications for the Canadian Economy

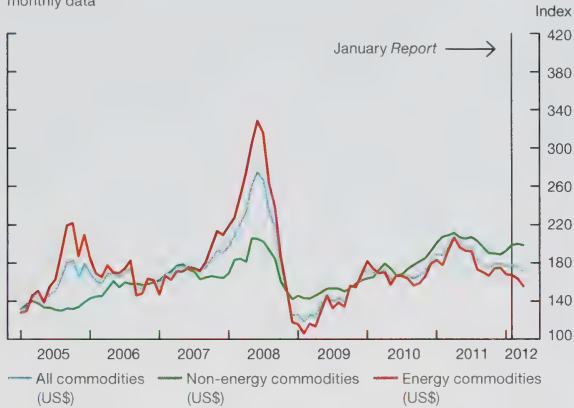
External demand for Canada's exports remains weak. The foreign activity measure has recovered only half of the decline experienced during the last recession, owing largely to protracted weakness in the U.S. housing sector. This measure is expected to steadily expand over the projection horizon, as the composition of external demand becomes more favourable to Canadian exports, surpassing its pre-recession level in the second half of 2013. The projected profile of the activity measure is somewhat stronger than was anticipated in the *January Report*, in line with the upward revision to the U.S. economic outlook.

Higher global commodity prices typically have positive wealth and income effects on the Canadian economy through improved terms of trade. However, the Bank of Canada's commodity price index (BCPI) has declined since January (Chart 15), owing largely to the relatively high weight of natural gas prices in the index.<sup>6</sup> Moreover, although global oil prices have risen sharply since January, the prices received by Canadian producers of crude oil have declined (Box 1). As a result, Canada's terms of trade have deteriorated. Going forward, the BCPI and the terms of trade are projected to rise through 2014, reflecting some recovery in natural gas prices, continued increases in non-energy commodity prices, and an expected narrowing in the spread between Canadian export and import prices for crude oil.

<sup>6</sup> Large movements in the relative prices of commodities may, on occasion, cause some deviation between the BCPI and commodity prices received by Canadian producers, since the weights in the BCPI are updated with a four-year lag, as new production data from the input-output tables produced by Statistics Canada become available. For example, the sharp increase in oil prices in recent years relative to natural gas prices and the associated shift in the value of Canadian production have likely led the BCPI to understate the overall level of commodity prices in Canada. The recent unprecedented divergence between Canadian and global prices for crude oil, as detailed in Box 1, has likely worked in the other direction, since the BCPI uses WTI prices as a proxy for Canadian oil prices. In preparing its projection for the Canadian economy, the Bank uses the full spectrum of movements in the commodity prices that are relevant for Canada, including those not fully captured by the evolution of the BCPI. The Bank will continue to evaluate methods to improve the BCPI as a measure of commodity prices in Canada.

### Chart 15: Commodity prices have decreased since the last Report

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



Note: Values in April 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 April 2012.

Source: Bank of Canada

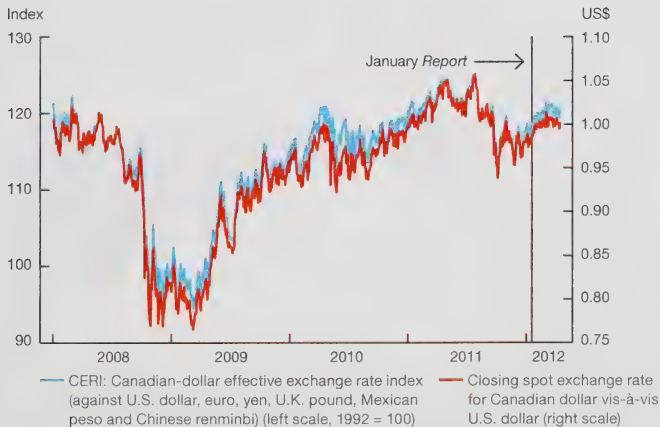
Last observation: April 2012

## Canadian Dollar

The Canadian dollar has averaged close to 101 cents U.S. since the March fixed announcement date and is assumed to remain at this level over the projection horizon (Chart 16), compared with the 98 cents U.S. assumed in the January Report.

### Chart 16: The value of the Canadian dollar has increased slightly since the last Report

Daily data



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 13 April 2012



## Box 1

## Rising Oil Prices and Their Impact on the Canadian Economy

Global oil prices, as measured by the Brent benchmark, have increased by roughly 15 per cent since reaching a recent trough in October 2011. This rise, due predominantly to supply cuts and rising political tensions in the Middle East, has consequences for both global economic activity and the Canadian economy.

Not all oil prices have risen equally. North American crude oil benchmarks such as West Texas Intermediate (WTI) remain well below their global counterparts, owing to excess supply at Cushing, Oklahoma, the delivery point for WTI (Chart 1-A). In addition, the prices of Canadian crudes such as Western Canada Select (WCS) have decreased in 2012, largely because of a combination of strong supply growth and temporary refinery and pipeline outages in Canada and the U.S. Midwest, coupled with overall inadequate pipeline capacity to move crude to other areas. These oil price movements have resulted in an unprecedented spread between Brent and WCS (Chart 1-B).

The implications for the global economy of the recent rise in oil prices are modestly negative. Higher oil prices, driven primarily by supply disruptions and an elevated risk premium, contribute to inflationary pressures and dampen global economic activity. In the United States, a net oil importer that faces a mix of WTI and global oil prices, economic growth is expected to be restrained as higher oil prices lead to a reduction in real disposable income, a deterioration in the terms of trade and a rise in the cost of oil inputs.

Increases in oil prices are usually beneficial for a net exporter such as Canada. In particular, when rising oil prices are caused by an increase in world aggregate demand, the gain in Canada's real income associated with the improvement in the terms of trade, along with the greater demand for Canadian non-commodity exports, will more than offset increases in costs for businesses and households.<sup>1</sup>

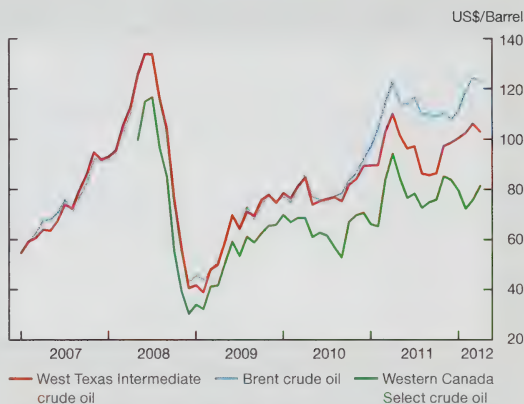
However, in the case of oil price increases resulting from supply factors, the positive effects on Canadian real income will be reduced, as lower activity in Canada's main trading partners will depress demand for Canada's non-commodity exports. The positive effects could be further reduced, or even reversed, if the price of our oil imports rises more than the price of our oil exports.

This is why the recent evolution of oil prices since January has been unfavourable for Canada. This evolution has been driven by supply factors and the fact that the price of oil that Canada imports (more closely tied to Brent)

has increased, while the price of oil that Canada exports (more closely tied to WTI and WCS) has declined. The increase in the price of our oil imports raises production

**Chart 1-A: North American crude oil prices remain well below their global counterparts**

Monthly data



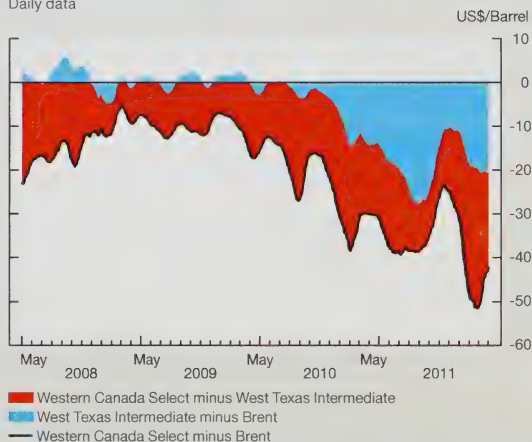
Note: Values in April 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 April 2012. For Brent crude oil prices, front-month futures prices are used.

Sources: Bank of Canada and Bloomberg

Last observation: April 2012

**Chart 1-B: The gap between Canadian and global crude oil prices has widened to record levels**

Daily data



Note: Values in April 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 April 2012. For Brent crude oil prices, front-month futures prices are used.

Sources: Bank of Canada and Bloomberg

Last observation: April 2012

<sup>1</sup> For a detailed description of the channels through which commodity prices affect economic growth in Canada, see Technical Box 2 in the April 2011 *Monetary Policy Report*.

(continued...)

---

**Box 1 (continued)**

costs for Canadian firms and also puts upward pressure on gasoline prices, since about half of the gasoline purchased in Canada is produced using refined petroleum priced off Brent.<sup>2</sup> By itself, this deterioration in the oil-related terms of trade reduces Canada's real gross domestic income, since Canada's real income available to purchase foreign goods and services decreases. This reduction in real income may, in turn, dampen spending on domestically produced goods and services.

---

**2** For a detailed description of the relationship between crude oil and gasoline prices in Canada, see Technical Box 3 in the October 2011 *Monetary Policy Report*.

Increased capacity utilization at refineries that experienced temporary outages, combined with the planned reversal of the direction of flow in the Seaway Crude Pipeline System, should lead to a greater convergence between the prices of Canadian crudes and that of WTI crude in the coming months, thus helping to improve Canada's terms of trade.<sup>3</sup> The price differential between WTI and Brent is expected to persist for some time, however, until new pipeline capacity is put in place in the United States or Canada to reduce the excess supply situation at Cushing, Oklahoma.

---

**3** The reversal of the Seaway pipeline, which currently carries oil from the U.S. Gulf Coast to Cushing, Oklahoma, is expected to become operational in June, and to reach its full capacity in the first quarter of 2013.

---



# Canadian Economy

---

The Bank expects the Canadian economy to grow at a moderate pace over the projection horizon, with total and core CPI inflation remaining close to the 2 per cent target. The Bank continues to anticipate that the economic expansion will be driven by growth in private domestic demand over the projection horizon. Net exports are expected to contribute only marginally to overall growth, reflecting the modest recovery in foreign activity and Canada's ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

Economic momentum in Canada is slightly firmer than the Bank had expected in the January *Report*. The external headwinds facing the Canadian economy have abated somewhat, with the U.S. economic recovery showing more resilience than previously anticipated and financial conditions more supportive than expected. Furthermore, with conditions having rebounded more quickly than envisaged in January, the Bank expects that global uncertainty will have less of a dampening effect on the spending of Canadian households and businesses in coming quarters.

◀ *The Bank expects the Canadian economy to grow at a moderate pace*

◀ *The external headwinds facing the Canadian economy have abated somewhat*

## Financial Conditions

The aggregate supply and price of credit to businesses and households in Canada remain very stimulative (*Chart 17*), providing important ongoing support to the economic expansion.

Credit conditions for Canadian firms began to ease again in the first quarter, as reported in both the Bank's *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under [Publications and Research > Periodicals > SLOS 2012Q1](#)) and the *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under [Publications and Research > Periodicals > BOS Spring 2012](#)), in the context of improved global financial conditions (*Chart 18*).

Financial markets in Canada have maintained a positive tone in recent months in the face of fluctuations in Europe. Yields on Canadian government bonds are just above the low levels seen at the time of the January *Report*, having moved generally in line with major foreign markets. Corporate yields have also remained at very low levels, and the volume of bond issuance has increased (*Chart 19*). These favourable developments are partly due to sustained international demand for the debt of Canadian governments, banks and corporations, a sign that their credit quality is perceived to be high by global standards. While the S&P/TSX Composite Index has declined slightly since the January *Report*, the prices of Canadian bank equities, which had performed better than those of other advanced economies during a period of heightened uncertainty last year, have risen further.

◀ *Financial markets in Canada have maintained a positive tone*

**Chart 17: Borrowing costs for businesses and households remain at exceptionally low levels**

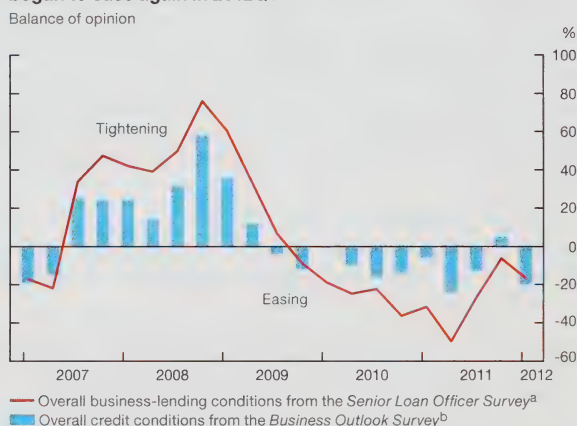


Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 13 April 2012

**Chart 18: Survey results suggest that credit conditions for Canadian firms began to ease again in 2012Q1**



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q1

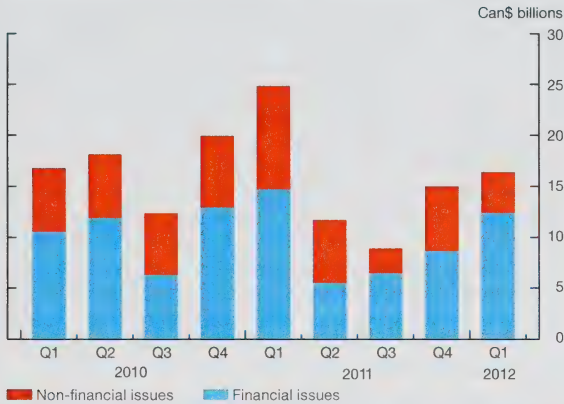
*The growth of business credit has picked up somewhat*

In this context, Canadian banks continue to be well positioned to lend, with ready access to relatively low-cost funding across the term structure in both Canadian and foreign currencies. The growth of business credit has picked up somewhat in recent months, consistent with some easing in credit conditions and a pickup in the growth of business investment. However, given their strong aggregate financial position, non-financial corporations continue to have a limited need for external financing.



**Chart 19: Canadian bond issuance has picked up**

Corporate debt issuance by domestic firms, in Canadian dollars



Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q1

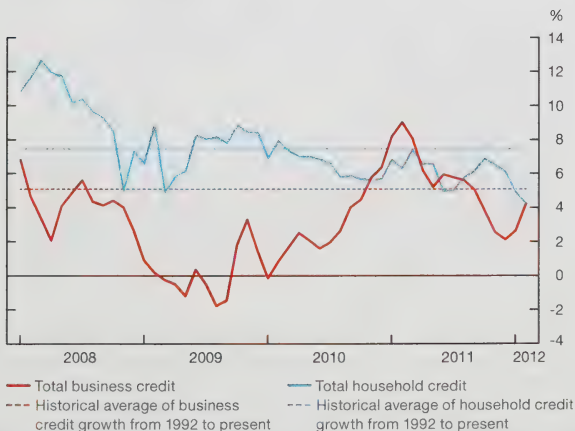
Household credit also remains readily available at near-record low rates, owing in large part to exceptionally low long-term fixed mortgage rates. The pace of household credit growth has moderated in recent months (Chart 20), however, following a long period of comparatively rapid growth that has pushed household indebtedness to record levels relative to disposable income.

◀ Household credit also remains readily available at near-record low rates

As confidence in Canada has improved in recent months, growth in the narrow monetary aggregates has moderated, consistent with a reduced preference for liquidity. Growth in the broad monetary aggregates has also eased modestly of late, while remaining consistent with expectations of relatively subdued inflation pressures.

**Chart 20: The growth of business credit has picked up, while household credit growth has moderated**

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Last observation: February 2012

► The slack in the Canadian economy is now estimated to be less than previously expected

## Estimated Pressures on Capacity

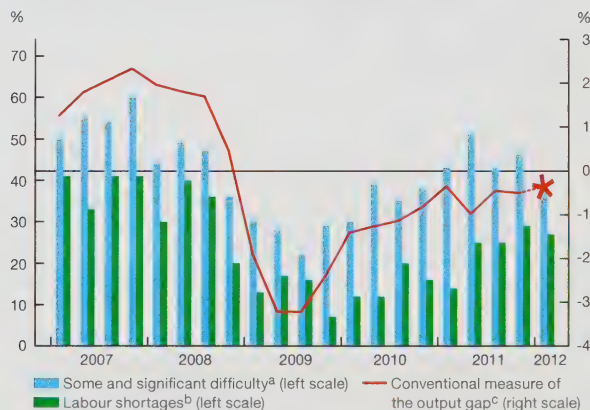
The slack in the Canadian economy is now estimated to be less than previously expected, since the level of real GDP in the first quarter of 2012 is estimated to be 0.3 per cent higher than the Bank had forecast in the *January Report*. This reflects the combination of an upward revision to reported GDP growth in the third quarter of 2011, an upwardly revised estimate of 2.5 per cent growth for the first quarter of 2012, and fourth-quarter growth of 1.8 per cent, which was broadly in line with expectations in the *January Report*. On balance, these results reflect greater momentum in household consumption and business investment in Canada, as well as stronger-than-anticipated foreign activity. The Bank's conventional measure of the output gap, at -0.4 per cent in the first quarter of 2012, also points to less slack in the economy than previously expected (Chart 21). This is consistent with responses to the Bank's *Business Outlook Survey* in recent quarters, which have shown that the proportion of firms that would have difficulty responding to an unexpected increase in demand has remained close to its historical average.

Developments in labour market indicators have been consistent with the persistence of a slightly greater degree of excess supply. Despite notable improvements in March, both employment and the unemployment rate are little changed, overall, from their levels six months ago (Chart 22). Similarly, the proportion of involuntary part-time workers has only partially recovered from its sharp rise during the recession, pointing to the persistence of unused capacity in the labour market. The proportion of firms reporting labour shortages in the Bank's spring *Business Outlook Survey* also remained below its historical average.

► The Bank judges that the economy was operating at roughly half a per cent below its production capacity in the first quarter of 2012

On balance, the Bank judges that the economy was operating at roughly half a per cent below its production capacity in the first quarter of 2012, a smaller degree of slack than had been anticipated in the *January Report*.

**Chart 21: Excess supply remains in the Canadian economy**



- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
- b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
- c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the first quarter of 2012 (indicated by ★) is based on a projected increase in output of 2.5 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q1

**Chart 22: Indicators suggest that some slack remains in the labour market**



a. Expressed as a percentage of total part-time employment, unadjusted, 12-month moving average

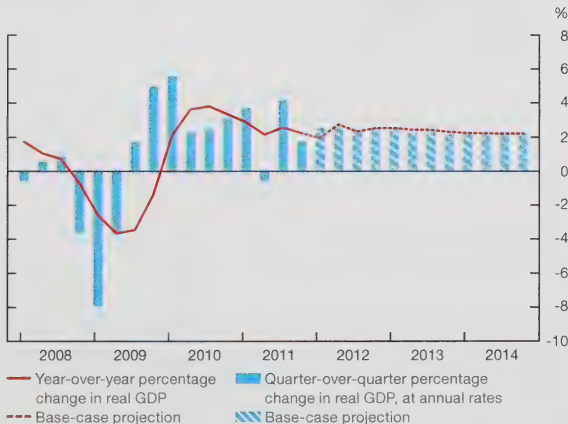
Source: Statistics Canada

Last observation: March 2012

## The Real Economy

The Bank expects a moderate pace of expansion to continue over the projection horizon (Chart 23). On an average annual basis, real GDP is forecast to grow by 2.4 per cent in both 2012 and 2013, before moderating to 2.2 per cent, the rate of the economy's production potential, in 2014 (Table 2). Private domestic demand, supported by accommodative domestic financial conditions, is expected to account for almost all of Canada's economic growth over the projection horizon (Chart 24).

**Chart 23: Real GDP is expected to grow at a moderate pace**



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

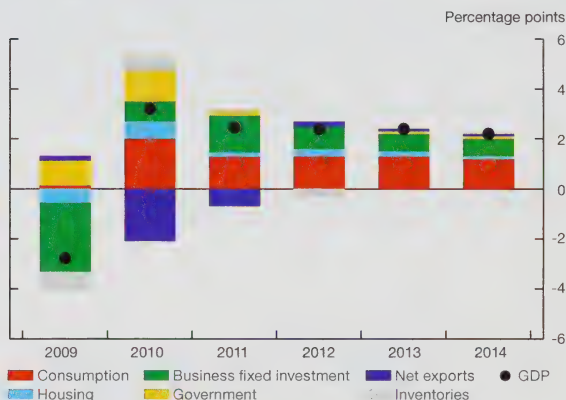
**Table 2: Contributions to average annual real GDP growth**  
Percentage points<sup>a</sup>

	2011	2012	2013	2014
Consumption	1.3 (1.1)	1.3 (1.1)	1.3 (1.4)	1.2
Housing	0.2 (0.2)	0.3 (0.3)	0.2 (0.2)	0.1
Government	0.2 (0.3)	0.0 (-0.1)	0.1 (0.2)	0.1
Business fixed investment	1.5 (1.3)	0.9 (0.6)	0.7 (1.0)	0.7
<b>Subtotal: Final domestic demand</b>	<b>3.1 (2.9)</b>	<b>2.5 (1.9)</b>	<b>2.3 (2.8)</b>	<b>2.1</b>
Exports	1.3 (1.3)	1.7 (1.1)	1.1 (1.0)	1.3
Imports	-2.1 (-2.0)	-1.5 (-0.8)	-1.0 (-1.0)	-1.2
<b>Subtotal: Net exports</b>	<b>-0.7 (-0.7)</b>	<b>0.2 (0.3)</b>	<b>0.1 (0.0)</b>	<b>0.1</b>
Inventories	0.1 (0.2)	-0.3 (-0.2)	0.0 (0.0)	0.0
<b>GDP</b>	<b>2.5 (2.4)</b>	<b>2.4 (2.0)</b>	<b>2.4 (2.8)</b>	<b>2.2</b>
<b>Memo items:</b>				
Potential output	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.2
Real gross domestic income (GDI)	3.7 (3.4)	2.2 (1.9)	2.5 (3.0)	2.4

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2012 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2011 *Monetary Policy Report*.

**Chart 24: Private domestic demand is projected to account for almost all of the economic growth in Canada**

Contributions to real GDP growth



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

This outlook for the Canadian economy is slightly firmer than in the January Report, with greater momentum through 2012

This outlook for the Canadian economy is slightly firmer than in the January Report, with greater momentum through 2012 than had been anticipated, although the projected pace of growth in 2013 is now somewhat more modest than previously envisaged (Table 3). The stronger quarterly profile over most of 2012 partly reflects more positive sentiment than previously assumed, in line with the stronger U.S. and global economic outlook.<sup>7</sup> The profile for growth in consumption and investment is more front-loaded than previously expected, in part reflecting a more rapid improvement in confidence (Chart 25). The rise in global oil prices since the January Report is

7 Growth in the first half of 2012 is also being boosted by temporary factors related to the rebuilding of motor vehicle inventories, following the large drawdown that took place in the latter part of 2011 as a result of the flooding in Thailand, as well as a return to more normal production in the oil sector following disruptions at the end of 2011.

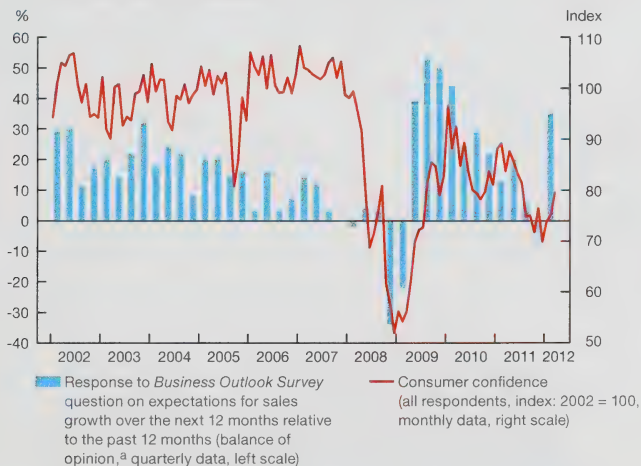


**Table 3: Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>**

	2011	2012				2013				2014			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	1.8 (2.0)	2.5 (1.8)	2.5 (1.8)	2.4 (2.1)	2.5 (2.6)	2.5 (3.1)	2.2 (3.1)	2.3 (3.0)	2.2 (2.8)	2.2	2.2	2.2	2.2
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.2 (2.1)	2.0 (1.7)	2.7 (2.3)	2.3 (1.9)	2.5 (2.1)	2.5 (2.4)	2.4 (2.7)	2.4 (2.9)	2.3 (3.0)	2.2	2.2	2.2	2.2
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.1 (2.2)	2.1 (2.1)	1.9 (2.0)	1.8 (1.9)	1.8 (1.7)	1.8 (1.9)	2.1 (1.9)	2.1 (2.0)	2.1 (2.0)	2.1	2.0	2.0	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.6 (2.8)	2.4 (2.2)	2.0 (1.5)	2.2 (1.7)	2.2 (1.7)	2.1 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9	2.0	2.0	2.0
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.5 (2.7)	2.3 (2.1)	1.9 (1.4)	2.1 (1.6)	2.1 (1.6)	2.1 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0
WTI <sup>b</sup> (level)	94 (94)	103 (101)	103 (102)	104 (102)	105 (101)	105 (100)	105 (99)	104 (98)	103 (98)	102	101	99	99
Brent <sup>b</sup> (level)	109 (109)	118 (112)	122 (111)	121 (110)	119 (109)	117 (107)	115 (106)	113 (105)	112 (103)	110	108	106	104

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2012 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the prices of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 April 2012

**Chart 25: Consumer confidence and business sentiment have rebounded from their recent troughs**

a. Percentage of firms expecting faster growth minus percentage expecting slower growth

Sources: Conference Board of Canada and Bank of Canada Last observations: 2012Q1 and March 2012

not, however, expected to provide a further boost to domestic demand through higher real incomes, since the prices received by Canadian producers have gone down, while those paid by Canadian consumers have gone up (Box 1). Nonetheless, the recent greater momentum in private domestic demand is forecast to result in a higher profile for imports than in January, offsetting the more positive contribution to economic growth of stronger foreign activity and stronger Canadian exports in this projection.

Growth in household expenditures (the combination of consumer spending and residential investment) has picked up in recent quarters, and is expected to continue at a moderate pace through 2014. The Bank continues

◀ Growth in household expenditures has picked up in recent quarters

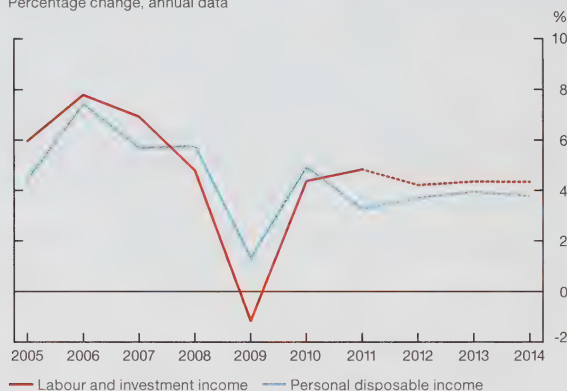


The ratio of household debt to income is projected to rise further

to expect consumption to grow at a rate that is slightly below the projected moderate growth in personal disposable income (Chart 26), resulting in a slight rise in the savings rate (Box 2). Growth in residential investment, which is currently supported by very favourable mortgage-financing conditions (Chart 27), is forecast to slow over the projection horizon. Nonetheless, the ratio of household expenditures to GDP is expected to remain relatively high over the projection horizon (Chart 28). In that context, the ratio of household debt to income is projected to rise further.

**Chart 26: Moderate growth in personal disposable income is expected over the projection horizon**

Percentage change, annual data

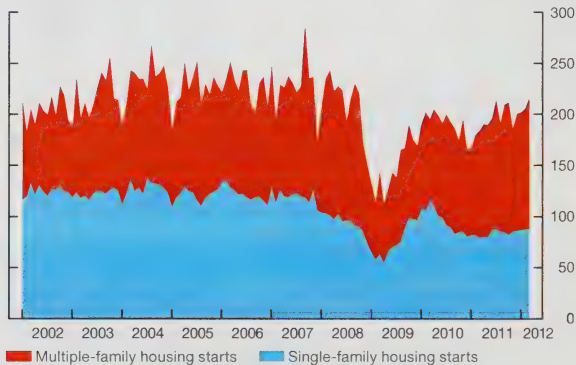


Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 27: Multiples are contributing importantly to housing activity**

Housing starts, monthly data

Thousands of units



Sources: Canada Mortgage and Housing Corporation and Bank of Canada calculations

Last observation: March 2012

## Box 2

## The Savings Rate, Housing Wealth and Debt

The personal savings rate in Canada was 3.4 per cent in the fourth quarter of 2011, close to its average level of the past 10 years. This is, however, a much lower rate than had been observed previously in Canada. Since 1961, the savings rate has averaged roughly 9 per cent; excluding the period of high and variable inflation from the mid-1970s through the 1980s, the savings rate has averaged roughly 6.5 per cent (Chart 2-A).<sup>1</sup>

The historically low savings rates seen over the past decade have coincided with considerable financial innovation, large and persistent increases in house prices, and elevated levels of residential investment. Since 2001, the value of residential real estate in Canada has doubled to about \$3 trillion.

It is not surprising that households would seek to consume some fraction of their increase in housing wealth, either by extracting higher housing equity to spend or by consuming more out of current income because they feel wealthier; either of these would result in a lower measured personal savings rate. Empirical estimates of the total marginal propensity to consume out of housing wealth in Canada range from 6 per cent to 16 per cent over the long run, assuming that the increases in wealth are viewed as permanent.<sup>2</sup> This housing wealth effect on consumption may have increased over time, as financial innovations have made it easier to borrow against increased home equity.<sup>3</sup>

Research at the Bank confirms that the extraction of housing equity through borrowing has increased substantially over the past decade, accounting for a large share of the increase in household debt and contributing importantly to consumption.<sup>4</sup> The amount of home equity extracted through home-equity lines of credit (HELOCs) and net mortgage refinancing grew from \$8 billion in 2001 to \$64 billion in 2010 (Chart 2-B). Surveys suggest that approximately half of this equity extraction is used either for current consumption or to pay off other debt, much of which will be higher-rate debt, itself used to finance past

consumption. Overall, it is estimated that home-equity extraction has funded roughly 3 per cent of aggregate consumer spending in Canada in recent years, up from less than 1 per cent in 2001. A simulated alternative personal savings rate, calculated by excluding consumption funded

(continued...)

**Chart 2-A: The personal savings rate remains low**

Quarterly data



**Chart 2-B: Home-equity extraction has increased significantly over the past decade**

Components of home-equity extraction, annual data



1 The high-inflation environment in the 1970s and 1980s importantly accounted for the elevated personal savings rates observed in that period. Nonetheless, the savings rates observed over the past decade have, on balance, been lower than in the 1960s, when inflation was similarly low and stable.

2 See P. Catte, N. Girouard, R. Price and C. André, "The Contribution of Housing Markets to Cyclical Resilience," OECD Economic Studies No. 38, 2004, and C. Bertaut, "Equity Prices, Household Wealth and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries," Federal Reserve Board International Discussion Papers No. 724, 2002.

3 In principle, equity can be extracted in two ways, either through borrowing or through the sale of an asset.

4 See J. Bailliu, K. Kartashova and C. Meh, "Household Borrowing and Spending in Canada," *Bank of Canada Review* (Winter 2011–2012): 16–29.

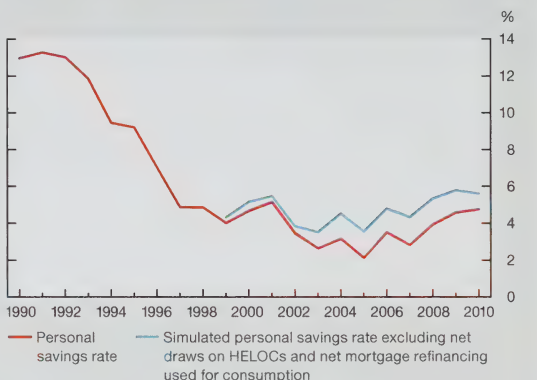
Box 2 (continued)

directly through HELOCs and net mortgage refinancing, has averaged close to 5 per cent over the past decade, nearer to the level observed through the second half of the 1990s (Chart 2-C).<sup>5,6</sup>

Home equity extracted through additional borrowing cannot fund higher consumption indefinitely. Once the proportion of homeowners that access higher housing wealth through HELOCs reaches its peak, the personal savings rate can be expected to rise. This implies a lower level of consumption relative to income. With less equity in their homes, households would also be more exposed to a decline in house prices, which could further dampen consumption.

- 5 See A. Greenspan and J. Kennedy, "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes," Finance and Economics Discussion Series 2007-20, 2007, for a similar analysis of the potential effects of home-equity extraction on the savings rate in the United States.
- 6 This analysis abstracts from potential endogenous responses of households and financial institutions.

**Chart 2-C: The savings rate has been considerably lower as consumption funded by home-equity extraction has grown**  
Savings rate, annual data

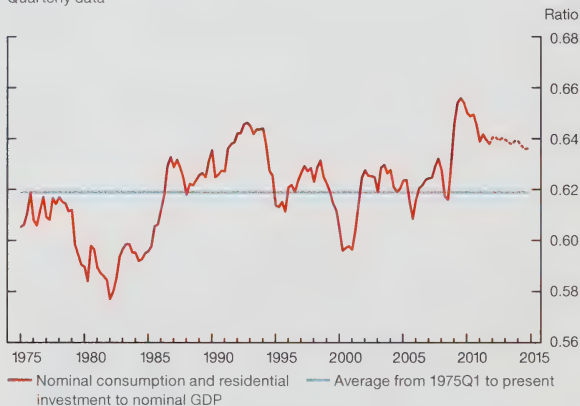


Sources: Statistics Canada, *Canadian Financial Monitor* and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010

**Chart 28: The share of household expenditures in GDP is expected to remain elevated**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

The Bank continues to expect robust growth in business fixed investment

The Bank continues to expect robust growth in business fixed investment over the projection horizon, reflecting the strong financial positions of Canadian firms, favourable credit conditions, high commodity prices and the strong Canadian dollar, as well as the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive. This robust outlook for growth in investment broadly maintains the share of investment in GDP around its historical average (Chart 29). The projected profile for business fixed investment has been revised up from the *January Report*, particularly for 2012, reflecting a stronger and less uncertain global economic

**Chart 29: Investment as a share of GDP is expected to remain near historical averages**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

outlook. This forecast is consistent with Statistics Canada's survey on private and public investment intentions, which points to strong growth in 2012 led by the oil and gas sector, and with the Bank's spring *Business Outlook Survey*, which indicates that investment intentions over the next 12 months remain strongly positive.

The contribution of government spending to real GDP growth is expected to be quite modest over the projection horizon, in line with the fiscal plans of federal and provincial governments to consolidate spending, as outlined in recent budget statements. In this regard, significant downward revisions to National Accounts estimates of government spending in recent quarters suggest that the unwinding of the temporary fiscal stimulus measures implemented during the recession was largely completed by the end of 2011. In light of these developments, the Bank assumes a somewhat lower overall profile for government expenditures over the projection horizon than in the *January Report*.

The recovery in net exports is expected to remain weak. With low levels of U.S. demand for autos and housing, coupled with ongoing competitiveness challenges, Canada's exports are not forecast to regain their pre-recession peak until the end of 2013 (Chart 30). In contrast, the level of imports has already regained its pre-recession peak. Partly as a result, Canada's current account balance has declined from a pre-recession surplus to a deficit of approximately 2 per cent of GDP, which is projected to persist over the forecast horizon (Chart 31).

With a somewhat stronger external environment and slightly more momentum in domestic demand, both exports and imports are expected to rise at a somewhat faster pace than anticipated in the *January Report*, although the Bank continues to expect that net exports will contribute little to Canada's GDP growth over the projection horizon.

Overall, real GDP in Canada is projected to grow at a slightly faster pace than the estimated growth rate of potential output in coming quarters. As a result, the economy is anticipated to gradually return to full capacity by the

◀ The contribution of government spending to real GDP growth is expected to be quite modest

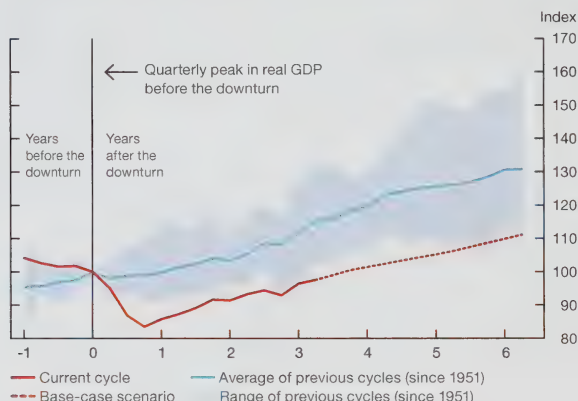
◀ Canada's exports are not forecast to regain their pre-recession peak until the end of 2013

◀ The economy is anticipated to gradually return to full capacity by the first half of 2013

first half of 2013, earlier than expected in the January *Report*. In this context, the Canadian economy is forecast to operate with somewhat less slack throughout the projection horizon than indicated in the January base-case scenario, largely reflecting the slightly higher level of economic activity seen recently.

**Chart 30: The recovery in exports is expected to remain weak**

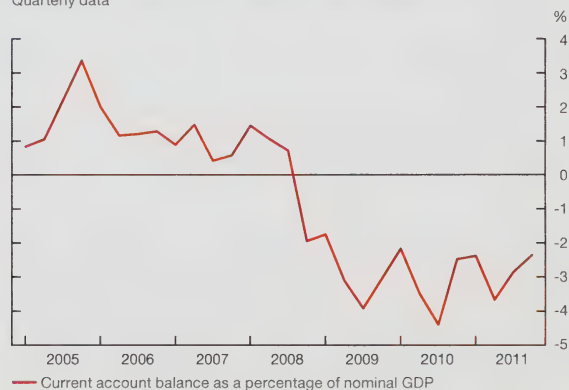
Comparison of real exports across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 31: Canada's current account deficit reflects weak exports**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2011Q4

## Inflation

Core CPI inflation averaged 2.2 per cent over January and February, up slightly from 2.1 per cent in the fourth quarter. As anticipated, the gradual increase from 1.5 per cent in the first half of 2011 partly reflected the lagged effects of higher world prices for agricultural products on the prices of food and clothing, as well as the dissipation of the effect of the introduction of the harmonized sales tax (HST) in Ontario and British Columbia in the third quarter of 2010 on year-over-year core inflation. This upward movement in

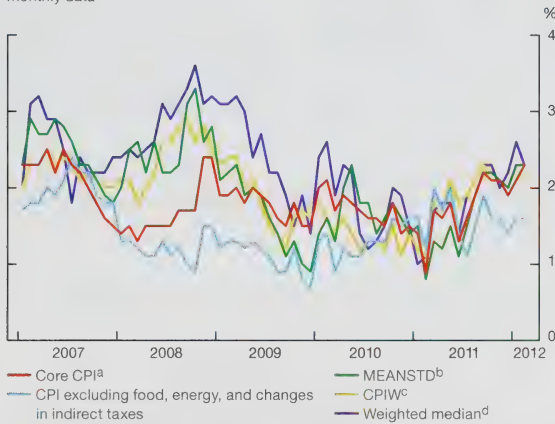


core inflation has also been reflected in alternative measures of underlying inflation (Chart 32). Despite higher core inflation, total CPI inflation has declined from its peak of 3.4 per cent in the second quarter of 2011 to an average of 2.6 per cent in January and February. This drop reflects some moderation in gasoline prices from levels seen a year ago, as well as the unwinding of the direct effects of the HST on year-over-year inflation. However, with the rebound in gasoline prices in recent months, total CPI inflation has remained higher than expected in the January Report.

- ◀ With the rebound in gasoline prices in recent months, total CPI inflation has remained higher than expected

### Chart 32: Underlying inflation has been slightly firmer recently

Alternative measures of core inflation, year-over-year percentage change, monthly data



- Excludes eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components
- Weighted average of the cross-sectional distribution of price changes that has been trimmed to exclude values further than 1.5 standard deviations from the average and the effect of changes in indirect taxes
- Adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability and is adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes
- Percentage change in the CPI component at the midpoint of the cross-sectional distribution of weighted price variation, adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada

Last observation: February 2012

Inflation expectations remain well anchored. The April Consensus Economics forecasts for total CPI inflation in 2012 and 2013 were 2.1 per cent and 2.0 per cent, respectively. As reported in the Bank's spring *Business Outlook Survey*, over 90 per cent of firms expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent inflation-control range. Market-based measures of longer-term inflation expectations also continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target.

- ◀ Inflation expectations remain well anchored

Core inflation is projected to stay close to 2 per cent over the projection horizon (Chart 33), as the economy remains near its production potential, the growth of labour compensation remains moderate (Chart 34) and inflation expectations stay well anchored. The Bank forecasts a slight decline in core inflation in the near term, reflecting the unwinding of the effects of higher prices for food and clothing on year-over-year inflation, as well as lower electricity prices. Core inflation is expected to converge to 2 per cent thereafter as excess supply is fully absorbed. As well, the indirect effects associated with the announced restoration of the provincial sales tax in British Columbia are

- ◀ Core inflation is projected to stay close to 2 per cent over the projection horizon

**Chart 33: Total and core CPI inflation in Canada are projected to remain close to 2 per cent over the projection horizon**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Note: Dotted lines indicate projections.

a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 34: Increases in labour compensation have been moderate in recent quarters**

Quarterly data



Note: The 2012Q1 number for the effective increase in base wage rates for newly negotiated settlements is approximated by January data.

Sources: Statistics Canada and Human Resources and Skills Development Canada

Last observations: 2011Q4 and 2012Q1

expected to provide a modest temporary lift to core inflation, beginning in the second quarter of 2013.<sup>8</sup> Underlying inflation is somewhat firmer than in the *January Report*, owing largely to reduced economic slack.

Total CPI inflation is also projected to decline in the near term to close to 2 per cent, in part reflecting lower core inflation, and to remain around the target over the balance of the projection horizon. The Bank no longer expects total CPI inflation to move significantly below 2 per cent later in 2012. This reflects slightly firmer underlying inflation and, more importantly, the fact that the higher prices for gasoline observed recently (primarily because of higher prices for Brent crude oil, **Box 1**) are expected to be more persistent.

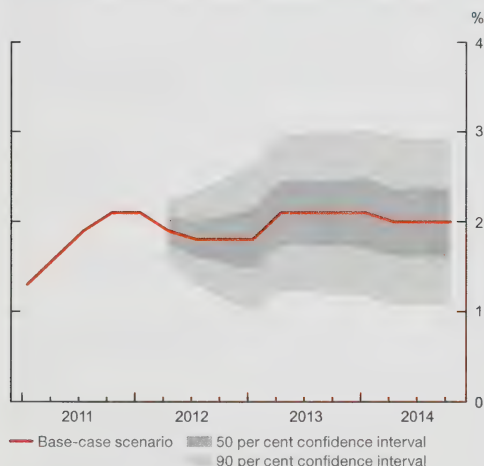
This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 35** and **Chart 36** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the second quarter of 2012 to the end of 2014.

◀ *Total CPI inflation is projected to decline in the near term to close to the 2 per cent target*

**Chart 35: Projection for core CPI inflation**

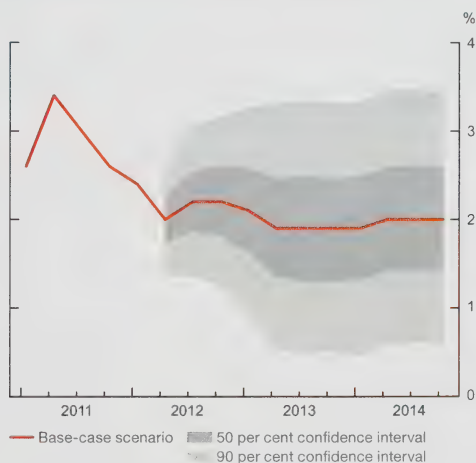
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

**Chart 36: Projection for total CPI inflation**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

<sup>8</sup> The province of British Columbia has announced that, in April 2013, it will reverse the July 2010 harmonization of its provincial sales tax with the federal goods and services tax. The section on the projection for inflation in the April 2010 *Monetary Policy Report* provided details on the estimates of the direct impact on total CPI and the indirect impact on core CPI stemming from this tax harmonization. According to the Bank's calculations, announced changes to the HST and other indirect taxes in British Columbia are expected to temporarily increase the year-over-year rate of core inflation by an estimated 0.1 percentage point, and to temporarily reduce the year-over-year rate of total inflation by an estimated 0.1 percentage point, between the second quarter of 2013 and the first quarter of 2014. As in the January base-case scenario, the projection also incorporates the impact of the increase in the Quebec Sales Tax in January 2012, which is estimated to boost total inflation by an estimated 0.1 percentage point in 2012. As with previous changes in indirect taxes, for the purposes of monetary policy, the Bank is looking through the first-round effect of these changes on prices.



## Risks to the Outlook

---

Despite recent improvements to the outlook for the global and Canadian economies, risks remain elevated. Significant steps have been taken to address the sovereign debt and banking crisis in the euro area, reducing the chances of an extreme negative event, but risks in this regard still rest clearly on the downside.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-expected oil prices, stronger-than-expected growth in the U.S. economy and stronger momentum in Canadian household spending.

- Global inflationary pressures could be more persistent than currently projected if oil prices continue to rise and remain above the levels implied by current futures prices.
- Private sector demand in the United States could be stronger than anticipated, and fiscal policy could exert a smaller-than-anticipated drag on growth, if U.S. authorities smooth the path of fiscal consolidation following the November elections.
- Household expenditures in Canada have been stronger than expected and could have more momentum than currently projected.

The two main downside risks to inflation in Canada relate to a reintensification of sovereign debt and banking concerns in Europe, and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

- Although policy initiatives to address the sovereign debt and banking crisis in the euro area have resulted in some improvement in European debt markets and global financial conditions, this risk could re-escalate, affecting Canada through financial, confidence and trade channels.
- Continuing high household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.



# Les risques entourant les perspectives

Malgré l'amélioration récente des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques demeurent élevés. La prise d'importantes mesures destinées à résoudre la crise de la dette souveraine et du secteur bancaire dans la zone euro a réduit la probabilité d'un événement négatif extrême, mais les risques à cet égard restent nettement à la baisse. Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix du pétrole soient plus élevés qu'attendu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

- Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus persistantes qu'anticipé présentement si les prix du pétrole continuent d'augmenter et demeurent au-dessus des niveaux indiqués par les cours actuels des contrats à terme.

- La demande du secteur privé aux États-Unis pourrait être plus forte que prévu et la politique budgétaire pourrait exercer un effet modérateur plus faible qu'escompté sur la croissance si les autorités américaines étalent les mesures d'assainissement budgétaire après les élections de novembre.

- Les dépenses des ménages canadiens ont été plus robustes qu'attendu et pourraient afficher un dynamisme supérieur à ce qu'on entrevoyait actuellement.

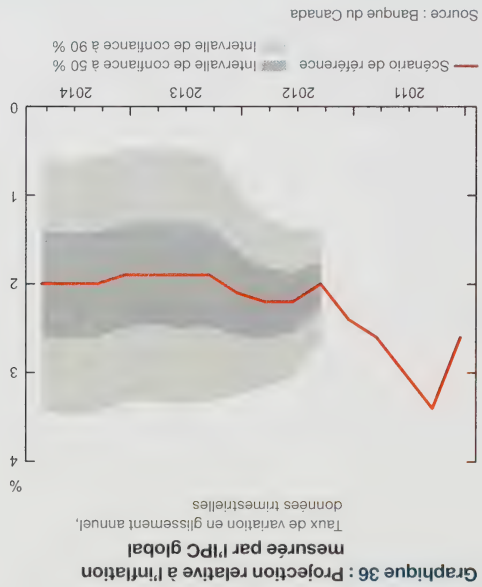
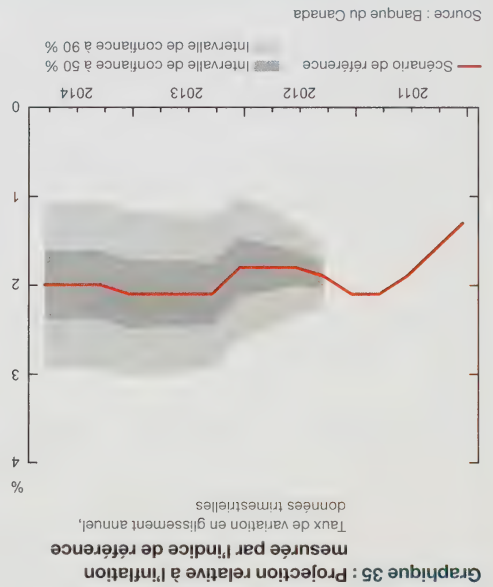
Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à une nouvelle intensification des inquiétudes concernant la dette souveraine et le secteur bancaire en Europe, et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

- Bien que les mesures de politique destinées à résoudre la crise de la dette souveraine et du secteur bancaire dans la zone euro aient contribué à une certaine amélioration de la situation sur les marchés européens des titres d'emprunt et de la conjoncture financière internationale, ce risque pourrait s'accroître de nouveau et se répercuter sur le Canada par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux.

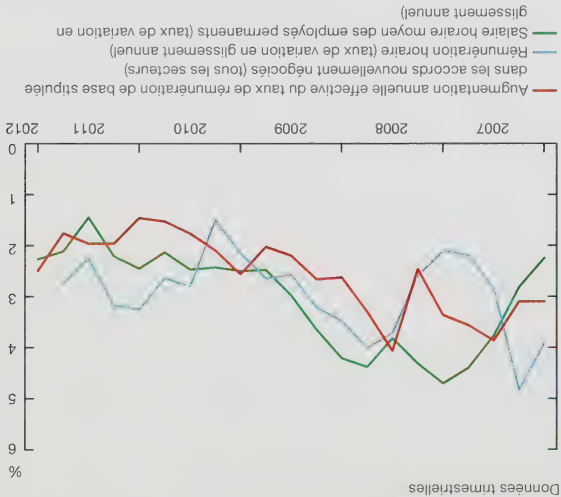
- Le lourd endettement persistant des ménages canadiens pourrait engendrer une décelération plus vive qu'anticipée de leurs dépenses. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.





Graphique 34 : La rémunération du travail a progressé modérément ces derniers trimestres



Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2012 pour l'augmentation effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés (tous les secteurs) et la rémunération horaire (taux de variation en glissement annuel) sont provisoires. Les données de janvier 2012 ne sont pas disponibles. Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada

L'inflation sous-jacente est un peu plus élevée que dans le *Rapport* de janvier, en bonne partie à cause des capacités excédentaires au sein de l'économie.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait également fléchir dans les prochains mois pour se situer près de la cible de 2 %. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait fléchir dans les prochains mois pour se situer près de la cible de 2 %. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait fléchir dans les prochains mois pour se situer près de la cible de 2 %.

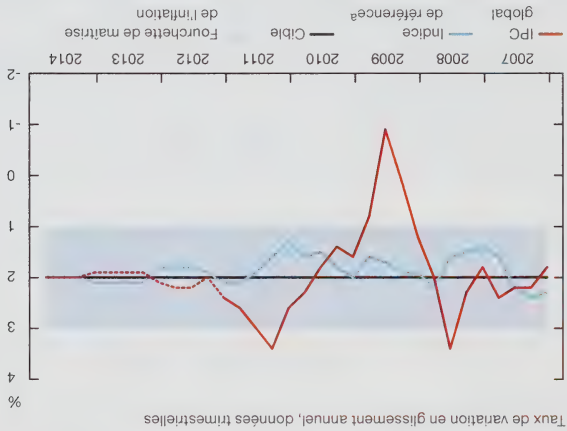
La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le *Graphique 35* et le *Graphique 36* présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2012 à la fin de 2014.

l'enquête sur les perspectives des entreprises menée ce printemps par la Banque, plus de 90 % des firmes estiment qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation moyenne demeurera à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 % durant la période de projection (Graphique 33), alors que l'économie continuera de tourner près de son plein potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée (Graphique 34) et que les attentes d'inflation restent bien ancrées. La Banque prévoit un léger repli de l'indice de référence dans les prochains mois, en raison de la disparition des effets de la hausse des prix des aliments et des vêtements sur le taux d'inflation en glissement annuel, de même que de la baisse des prix de l'électricité. Elle anticipe que le rythme d'augmentation de l'indice de référence regagnera 2 % par la suite, l'offre excédentaire se résorbant complètement. En outre, les effets indirects du rétablissement annoncé de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient se traduire par une hausse modeste et temporaire de l'inflation mesurée par l'indice de référence, à compter du deuxième trimestre de 2013<sup>8</sup>.

**Graphique 33 : L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence au Canada devrait rester aux environs de 2 % au cours de la période de projection**



Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.  
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

8 La Colombie-Britannique a annoncé qu'en avril 2013, elle allait annuler l'harmonisation, en vigueur depuis juillet 2010, de sa taxe de vente provinciale avec la taxe fédérale sur les produits et services. La section sur la projection en matière d'inflation du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2010 contenait des prévisions sur les estimations de l'incidence directe de cette harmonisation sur l'inflation mesurée par l'IPC global et de son incidence indirecte sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Selon les calculs de la Banque, les modifications annoncées visant la TVH et les autres impôts indirects en Colombie-Britannique devraient se traduire temporairement, entre le deuxième trimestre de 2013 et le premier trimestre de 2014, par une hausse estimative de 0,1 point de pourcentage du taux d'accroissement en glissement annuel de l'indice de référence et par une baisse estimative de 0,1 point de pourcentage de celui de l'IPC global. Tout comme dans le scénario de référence de janvier, la projection intègre également l'incidence de la majoration de la taxe de vente du Québec en janvier 2012, qui, d'après les estimations, devrait ajouter 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global en 2012. Comme elle l'a fait par le passé dans le cas de modifications des impôts indirects, la Banque ne tient pas compte, aux fins de la conduite de la politique monétaire, des effets initiaux de ces changements sur les prix.



## L'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située en moyenne à 2,2 % en janvier et février, soit un chiffre quelque peu supérieur à celui de 2,1 % enregistré au quatrième trimestre de l'année dernière. Comme on l'avait prévu, la hausse graduelle par rapport au taux de 1,5 % affiché au premier semestre de 2011 tient en partie aux effets retardés du renchérissement des produits agricoles à l'échelle mondiale sur les prix des aliments et des vêtements, de même qu'à la dissipation de l'incidence de l'introduction de la taxe de vente harmonisée (TVH) en Ontario et en Colombie-Britannique au troisième trimestre de 2010 sur le taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel. Ce mouvement à la hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence se constate également dans d'autres mesures de l'inflation sous-jacente (Graphique 32). Malgré le rythme d'accroissement plus élevé de l'indice de référence, celui de l'IPC global, après avoir culminé à 3,4 % au deuxième trimestre de 2011, a reculé pour s'établir à 2,6 % en moyenne en janvier et février. Cette baisse s'explique par une certaine modération des prix de l'essence par rapport aux niveaux observés il y a un an, ainsi que par la disparition des répercussions directes de la TVH sur l'inflation en glissement annuel. Toutefois, par suite de la remontée des prix de l'essence ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est maintenue à un niveau plus élevé qu'on ne l'entrevoyait en janvier.

Les attentes d'inflation restent bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en avril font état pour 2012 et 2013 de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 2,1 % et de 2,0 %, respectivement. Selon

Par suite de la remontée des prix de l'essence ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est maintenue à un niveau plus élevé qu'on ne l'entrevoyait.

Les attentes d'inflation restent bien ancrées.

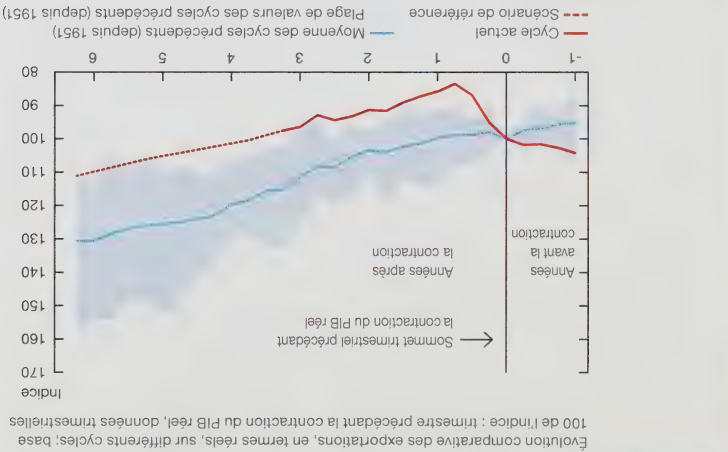
Graphique 32 : L'inflation sous-jacente s'est inscrite légèrement à la hausse ces derniers temps



données mensuelles  
Différentes mesures de l'inflation sous-jacente, taux de variation en glissement annuel, %

- Mesure qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.
- Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond à la moyenne pondérée de la distribution transversale des variations de prix dont sont retranchées les valeurs se situant à plus de 1,5 écart-type de la moyenne de la distribution.
- Dans cette mesure, qui est corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient inversement proportionnel à la variabilité de la composante.
- Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond au taux de variation du prix de la composante de l'IPC située au point médian de la distribution transversale des variations pondérées de prix.

**Graphique 30 : On s'attend à ce que la reprise des exportations reste faible**



**Graphique 31 : Le déficit de la balance courante du Canada tient en partie à la faiblesse des exportations**



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : 2011T4

en janvier, quoique la Banque estime toujours que les exportations nettes apporteront une contribution minime à la croissance du PIB canadien au cours de la période de projection.

La Banque prévoit que, dans les trimestres à venir, le PIB réel du Canada progressera dans l'ensemble à une cadence légèrement plus rapide que le taux d'expansion estimé de la production potentielle. En conséquence, l'économie devrait se remettre graduellement à tourner à plein régime d'ici le premier semestre de 2013, soit plus tôt qu'on ne l'envisageait en janvier dernier. Dans ce contexte, l'économie canadienne devrait afficher un marge de capacités inutilisées un peu moins importante tout au long de la période projetée que ne l'indiquait le scénario de référence du *Rapport de janvier*, ce qui rend compte dans une large mesure du niveau légèrement plus élevé de l'activité économique observé récemment.

► L'économie devrait se remettre graduellement à tourner à plein régime d'ici le premier semestre de 2013.

**Graphique 29 : La part des investissements dans le PIB devrait se maintenir**



incertaines. Cette prévision cadre avec les résultats de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement dans les secteurs privé et public, qui laissent entrevoir en 2012 une forte croissance, tirée par le secteur pétrolier et gazier, de même qu'avec ceux de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, qui indiquent que les intentions d'investissement pour les douze prochains mois demeurent fortement positives.

La Banque anticipe une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion du PIB réel au cours la période projetée, conformément aux plans des gouvernements fédéral et provinciaux présentés dans les récents exposés budgétaires, qui visent à assainir les dépenses. À cet égard, les comptes nationaux concernant les dépenses publiques ces derniers trimestres donnent à penser que le retrait des mesures temporaires de relance budgétaire mises en place durant la récession était en grande partie achevé à la fin de 2011. À la lumière de ces faits, la Banque table, pour la période de projection, sur un profil d'évolution général des dépenses publiques un peu plus bas que ce n'était le cas en janvier.

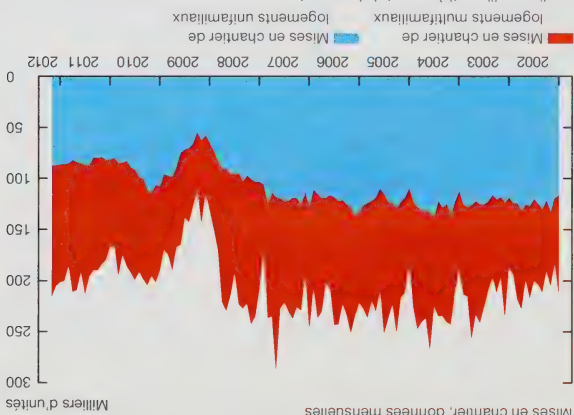
La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible. Compte tenu des bas niveaux de la demande américaine de véhicules automobiles et de logements, conjugués aux difficultés qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité au Canada, on ne s'attend pas à ce que les exportations canadiennes regagnent avant la fin de 2013 le sommet atteint avant la récession (Graphique 30). En revanche, le niveau des importations a déjà retrouvé son sommet d'avant la récession. C'est en partie pourquoi le solde de la balance courante du Canada est passé d'un excédent avant la récession à un déficit d'environ 2 % du PIB, qui devrait persister durant la période projetée (Graphique 31).

Vu la conjoncture extérieure un peu plus favorable et la vigueur légèrement accrue de la demande intérieure, tant les exportations que les importations devraient augmenter à un rythme quelque peu plus rapide qu'escompté

La Banque anticipe une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion du PIB réel.

On ne s'attend pas à ce que les exportations canadiennes regagnent avant la fin de 2013 le sommet atteint avant la récession.

**Graphique 27 : Les logements multifamiliaux contribuent grandement à l'activité dans le secteur du logement**



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : mars 2012

**Graphique 28 : On s'attend à ce que la part des dépenses des ménages dans le PIB demeure élevée**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

La Banque continue de s'attendre à une expansion robuste des investissements fixes des entreprises durant la période de projection, à la faveur de la situation financière solide des firmes canadiennes, des conditions de crédit avantagieuses, des prix élevés des produits de base et de la vigueur du dollar canadien, ainsi qu'en raison de l'incitation à rehausser la productivité dans un contexte où les entreprises sont soumises à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles. Ces perspectives de croissance robustes des investissements laissent supposer que la part de ces derniers dans le PIB se maintiendra globalement autour de sa moyenne historique (Graphique 29). Le profil d'évolution des investissements fixes des entreprises a été revu à la hausse depuis la parution du *Rapport* de janvier, en particulier pour 2012, au vu des perspectives économiques mondiales plus encourageantes et moins

► La Banque continue de s'attendre à une expansion robuste des investissements fixes des entreprises.



## Encadré 2 (suite)

dégagées de l'avoir foncier ont permis de régler environ 3 %

des dépenses de consommation au Canada ces dernières

années, comparativement à moins de 1 % en 2001. Si l'on

prend cette fois comme mesure du taux d'épargne des

particuliers un taux calculé en excluant de la consommation

totale la consommation financée directement à l'aide de

lignes de crédit garanties par l'avoir foncier et de refinan-

cements hypothécaires nets, on obtient pour la décennie

récente un taux d'épargne moyen avoisinant 5 %, proche de

celui observé durant la deuxième moitié des années 1990

(Graphique 2-C)<sup>5,6</sup>.

On ne peut indéfiniment financer une hausse de la consom-

mation par l'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier.

Lorsque la proportion des propriétaires qui tirent parti de

l'appréciation de leur patrimoine immobilier au moyen de

lignes de crédit garanties aura atteint son sommet, le taux

d'épargne devrait augmenter, et le niveau de consommation

diminuer par rapport au revenu. Les propriétaires qui auront

5 Voir A. Greenspan et J. Kennedy (2007), *Sources and Uses of Equity Extracted*

*Economics Discussion*, n° 2007-20, pour une analyse semblable des effets

potentiels de l'extraction de liquidités de l'avoir foncier sur le taux d'épargne aux

États-Unis

6 La présente analyse fait abstraction de possibles réactions endogènes des

ménages et des institutions financières.

entamé leur capital immobilier seront plus vulnérables à

une baisse du prix des maisons, laquelle pourrait restreindre

encore davantage la consommation.

**Graphique 2-C : L'accroissement de la consommation**

**financée par l'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier**

**s'est accompagné d'une baisse marquée du taux d'épargne**

Taux d'épargne, données annuelles

%

1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004 2006 2008 2010

— Taux d'épargne des particuliers

— Taux d'épargne nets sur lignes de crédit et les refinancements

hypothécaires nets affectés à la consommation

Sources : Statistique Canada, enquête Canadian Financial

Monitor et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

— Revenus du travail et de placements

— Revenu disponible des particuliers

Taux de variation, données annuelles

2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

— Revenus du travail et de placements

— Revenu disponible des particuliers

Taux de variation, données annuelles

2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

— Revenus du travail et de placements

— Revenu disponible des particuliers

Taux de variation, données annuelles

2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

— Revenus du travail et de placements

— Revenu disponible des particuliers

Taux de variation, données annuelles

2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

— Revenus du travail et de placements

— Revenu disponible des particuliers

Taux de variation, données annuelles

2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

— Revenus du travail et de placements

— Revenu disponible des particuliers

Taux de variation, données annuelles

2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

— Revenus du travail et de placements

— Revenu disponible des particuliers

Taux de variation, données annuelles

2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

— Revenus du travail et de placements

— Revenu disponible des particuliers

Taux de variation, données annuelles

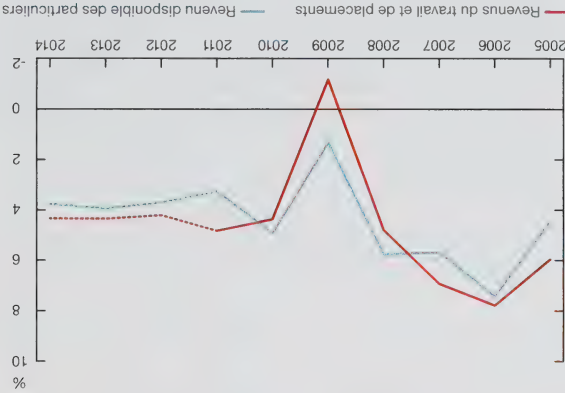
2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014

— Revenus du travail et de placements

— Revenu disponible des particuliers

Taux de variation, données annuelles

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



**Graphique 26 : Le revenu disponible des particuliers devrait croître à un rythme modéré au cours de la période de projection**  
Taux de variation, données annuelles

Sources : Statistique Canada, enquête Canadian Financial

Monitor et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

— Taux d'épargne des particuliers

— Taux d'épargne nets sur lignes de crédit et les refinancements

hypothécaires nets affectés à la consommation

Sources : Statistique Canada, enquête Canadian Financial

Monitor et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

— Taux d'épargne des particuliers

— Taux d'épargne nets sur lignes de crédit et les refinancements

hypothécaires nets affectés à la consommation

Sources : Statistique Canada, enquête Canadian Financial

Monitor et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

— Taux d'épargne des particuliers

— Taux d'épargne nets sur lignes de crédit et les refinancements

hypothécaires nets affectés à la consommation

Sources : Statistique Canada, enquête Canadian Financial

Monitor et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

— Taux d'épargne des particuliers

— Taux d'épargne nets sur lignes de crédit et les refinancements

hypothécaires nets affectés à la consommation

Sources : Statistique Canada, enquête Canadian Financial

Monitor et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

— Taux d'épargne des particuliers

— Taux d'épargne nets sur lignes de crédit et les refinancements

hypothécaires nets affectés à la consommation



## Le taux d'épargne, la richesse immobilière et l'endettement

Le taux d'épargne des particuliers au Canada s'est établi à 3,4 % au quatrième trimestre de 2011, soit à un niveau proche de la moyenne des dix dernières années. Ce taux est cependant largement inférieur à ce qui a été observé antérieurement. Le taux d'épargne s'est situé en moyenne aux environs de 9 % depuis 1961, si l'on fait abstraction de la période allant du milieu des années 1970 jusqu'à la fin des années 1980, qui s'est caractérisée par une inflation à la fois forte et variable, le taux d'épargne moyen s'est chiffré à 6,5 % (Graphique 2-A').

Les taux d'épargne historiquement faibles de la dernière décennie se sont inscrits sur fond d'innovations financières considérables, de hausses à la fois fortes et durables des prix des maisons et d'investissements résidentiels importants. Depuis 2001, la valeur du patrimoine immobilier résidentiel des Canadiens a doublé pour atteindre environ 3 billions de dollars.

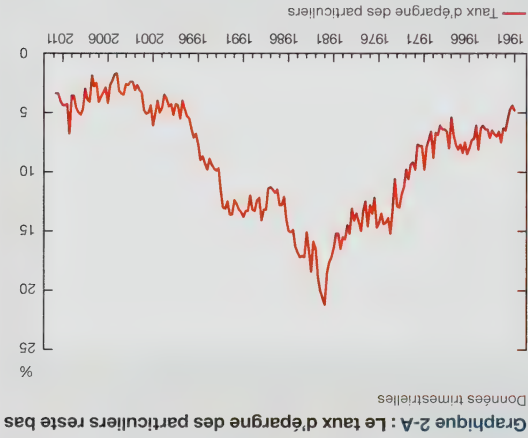
Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que les ménages cherchent à consommer une partie de la hausse de leur richesse immobilière, soit en profitant du gonflement de l'avoir propre foncier pour en extraire des liquidités à dépenser ou, se sentant plus riches, en augmentant la part du revenu courant affecté à la consommation. Dans un cas comme dans l'autre, il en résulterait un recul du taux d'épargne mesuré des particuliers. Les estimations empiriques de la propension marginale des Canadiens à consommer la richesse immobilière à long terme vont de 6 à 16 %, à condition que l'enrichissement soit perçu comme permanent<sup>2</sup>. Cet effet de richesse immobilière sur la consommation pourrait s'être accentué avec le temps, à la faveur des innovations financières ayant permis de mobiliser plus facilement la plus-value des logements<sup>3</sup>.

Des recherches réalisées à la Banque confirment que l'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier par le biais d'emprunts s'est beaucoup accrue depuis dix ans, et qu'elle est responsable d'une grande partie de la hausse de l'endettement des ménages et a fortement contribué à soutenir la consommation<sup>4</sup>. Le montant des liquidités extraites au moyen de lignes de crédit garanties par l'avoir

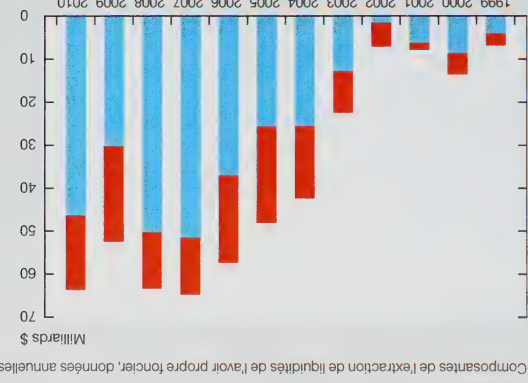
- 1 Le contexte de forte inflation des années 1970 et 1980 explique pour une bonne part les taux d'épargne élevés constatés au cours de cette période. Il n'empêche que les taux d'épargne ont été plus bas durant la dernière décennie que dans les années 1960, période où l'inflation était tout aussi faible et stable.
- 2 Voir P. Gattie, N. Girouard, R. Price et C. André (2004), « La contribution des marchés du logement à la résilience économique », *Revue économique de l'OCDE*, n° 38, et C. Bertaut (2002), *Equity Prices, Household Wealth and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 724.
- 3 En principe, l'avoir propre peut être transformé en liquidités de deux façons : par le recours au crédit ou par la vente d'actifs.
- 4 Voir J. Bailliu, K. Kartashev et C. Meh (hiver 2011-2012), « Les emprunts et les dépenses des ménages au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, p. 18-32.

foncier et de refinancements hypothécaires nets est passé de 8 milliards de dollars en 2001 à 64 milliards en 2010 (Graphique 2-B). Les résultats d'enquêtes indiquent qu'environ la moitié des liquidités prélevées est consacrée à la consommation immédiate ou au remboursement d'autres dettes, pour la plupart constituées d'emprunts à taux plus élevés ayant eux-mêmes servi à financer la consommation passée. Dans l'ensemble, on estime que les liquidités

(suite à la page suivante)



**Graphique 2-B : L'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier a beaucoup augmenté au cours des dix dernières années**



**Graphique 25 : La confiance des consommateurs et des entreprises s'est raffermie depuis le récent creux**



Sources : Conférence Board du Canada et Banque du Canada. Dernières observations : 2012T1 et mars 2012

croissance de la consommation et des investissements est plus élevé en début de période qu'envisagé antérieurement, reflétant en partie une remontée plus rapide de la confiance (Graphique 25). La hausse des cours mondiaux du pétrole depuis janvier ne devrait toutefois pas fournir une nouvelle impulsion à la demande intérieure, par l'intermédiaire d'une augmentation des revenus réels, étant donné que les prix que touchent les producteurs canadiens ont diminué alors que ceux que paient les consommateurs au pays ont augmenté (Encadré 1). Néanmoins, par suite du dynamisme plus marqué enregistré récemment par la demande intérieure privée, le profil des importations devrait être plus vigoureux qu'on ne le prévoyait en janvier, ce qui devrait contrebalancer la contribution accrue à la croissance économique apportée par le renforcement de l'activité à l'étranger et des exportations du Canada que laisse entrevoir la présente projection.

La progression des dépenses des ménages (qui englobent les dépenses de consommation et l'investissement résidentiel) s'est redressée ces derniers trimestres et devrait se poursuivre à une cadence modérée jusqu'à la fin de 2014. La Banque est toujours d'avis que la consommation augmentera à un taux un peu inférieur au rythme d'expansion modéré projeté du revenu disponible des particuliers (Graphique 26), ce qui se traduira par une légère hausse du taux d'épargne (Encadré 2). La croissance de l'investissement résidentiel, qui est actuellement soutenue par des conditions de financement hypothécaire très favorables (Graphique 27), devrait ralentir au cours de la période de projection. Le ratio des dépenses des ménages au PIB devrait néanmoins demeurer relativement élevé pendant la période projetée (Graphique 28). Dans ce contexte, on prévoit que le ratio de la dette au revenu des ménages s'accroîtra encore.

La progression des dépenses des ménages s'est redressée ces derniers trimestres.

On prévoit que le ratio de la dette au revenu des ménages s'accroîtra encore.

Graphique 24 : L'expansion de l'activité au Canada devrait tenir presque entièrement à la demande intérieure

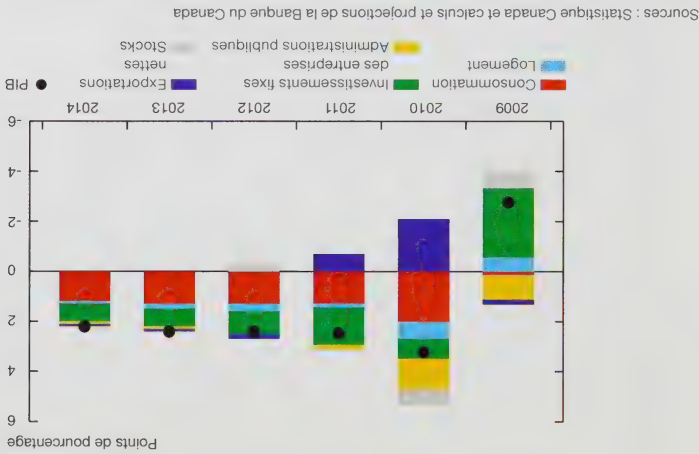


Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>

	2011				2012				2013				2014			
	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	(2,0)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(2,1)	(2,5)	(2,6)	(3,1)	(2,2)	(2,3)	(3,0)	(2,8)	2,2	2,2	2,2	2,2
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(2,1)	(1,7)	(2,3)	(1,9)	(2,1)	(2,5)	(2,7)	(2,4)	(2,7)	(2,9)	(3,0)	(2,8)	2,2	2,2	2,2	2,2
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(1,9)	(1,8)	(1,9)	(1,7)	(1,9)	(2,1)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	2,1	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(2,2)	(2,1)	(2,0)	(1,9)	(1,7)	(2,2)	(2,2)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	1,9	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVA et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	(2,7)	(2,1)	(2,1)	(1,9)	(1,6)	(2,1)	(1,7)	(1,8)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI <sup>b</sup> (niveau)	94	103	103	103	104	105	105	105	105	104	103	(98)	102	101	99	99
Brent <sup>b</sup> (niveau)	(109)	109	118	(112)	121	119	(109)	(107)	117	115	(106)	(105)	112	108	106	104

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2012 du Rapport sur la politique monétaire.  
b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermédiaire et Brent (en \$ C.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 avril 2012.

Ces perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont légèrement plus fermes qu'en janvier, l'économie devrait faire montre, tout au long de l'année 2012, d'un plus grand dynamisme que prévu, même si le rythme de croissance projeté pour 2013 est à présent un peu plus modeste qu'anticipé auparavant (Tableau 3). Le profil trimestriel plus robuste pendant la majeure partie de l'année 2012 témoigne notamment d'un climat plus optimiste qu'on ne l'avait d'abord supposé, ce qui cadre avec le raffermissement des perspectives économiques aux États-Unis et dans le monde<sup>7</sup>. Le profil de

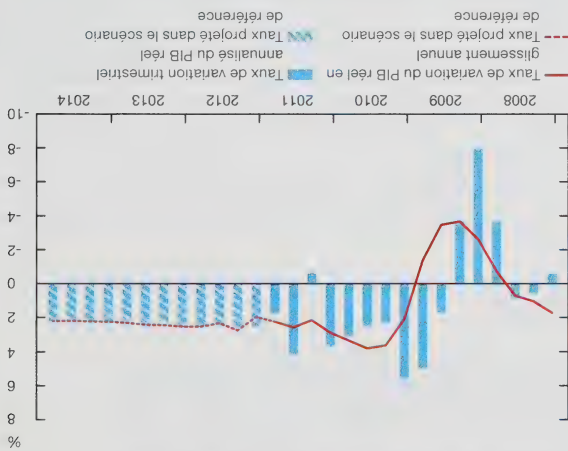
7 Au premier semestre de 2012, la croissance devrait également être stimulée par des facteurs temporellement liés à la reconstitution des stocks de véhicules automobiles, qui fait suite à la réduction massive survenue dans les derniers mois de 2011 en raison des inondations en Thaïlande, ainsi qu'à la reprise d'une production plus normale du secteur pétrolier après les perturbations de la fin de l'année dernière.

► Ces perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont légèrement plus fermes qu'en janvier, l'économie devrait faire montre, tout au long de 2012, d'un plus grand dynamisme que prévu.

## L'économie réelle

La Banque s'attend à ce que l'économie continue de croître à un rythme modéré durant la période de projection (Graphique 23). Le taux d'augmentation du PIB réel, en moyenne annuelle, devrait s'établir à 2,4 % en 2012 et en 2013, avant de ralentir pour se situer à 2,2 % (ce qui correspond au taux d'accroissement de la production potentielle) en 2014 (Tableau 2). Soutenue par des conditions financières avantageuses au pays, la demande intérieure privée devrait être à l'origine de la quasi-totalité de l'expansion économique au Canada sur la période de projection (Graphique 24).

Graphique 23 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme modéré



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

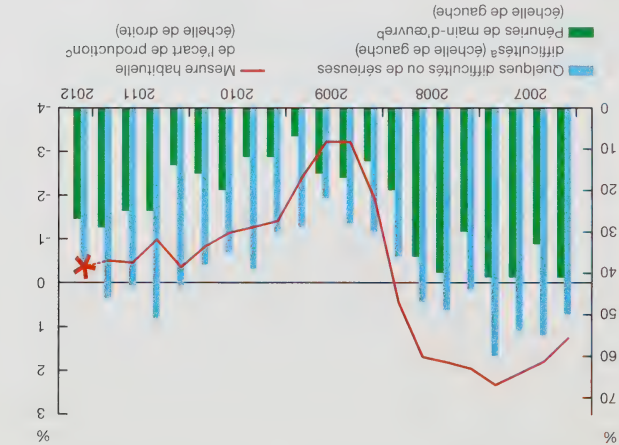
En points de pourcentage<sup>a</sup>

	2011	2012	2013	2014
Consommation	1,3 (1,1)	1,3 (1,1)	1,3 (1,4)	1,2
Logement	0,2 (0,2)	0,3 (0,3)	0,2 (0,2)	0,1
Administrations publiques	0,2 (0,3)	0,0 (-0,1)	0,1 (0,2)	0,1
Investissements fixes des entreprises	1,5 (1,3)	0,9 (0,6)	0,7 (1,0)	0,7
Total partiel : demande intérieure finale	3,1 (2,9)	2,5 (1,9)	2,3 (2,8)	2,1
Exportations	1,3 (1,3)	1,7 (1,1)	1,1 (1,0)	1,3
Importations	-2,1 (-2,0)	-1,5 (-0,8)	-1,0 (-1,0)	-1,2
Total partiel : exportations nettes	-0,7 (-0,7)	0,2 (0,3)	0,1 (0,0)	0,1
Stocks	0,1 (0,2)	-0,3 (-0,2)	0,0 (0,0)	0,0
PIB	2,5 (2,4)	2,4 (2,0)	2,4 (2,8)	2,2
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2
Revenu intérieur brut réel	3,7 (3,4)	2,2 (1,9)	2,5 (3,0)	2,4

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la Note technique 2 du *Rapport d'octobre 2011*.



Graphique 21 : L'économie canadienne demeure en situation d'offre excédentaire

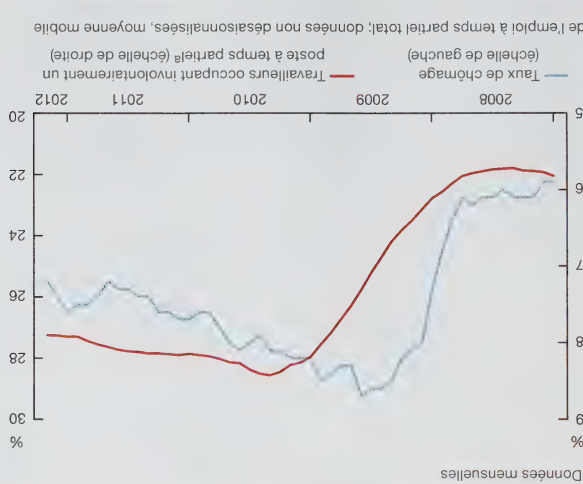


a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant déclaré qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes. b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande. c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2012 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T1

Graphique 22 : Des indicateurs révèlent qu'il reste une certaine marge de ressources inutilisées sur le marché du travail



a. En pourcentage de l'emploi à temps partiel total; données non désaisonnalisées, moyenne mobile sur 12 mois

Source : Statistique Canada

Dernière observation : mars 2012



Graphique 20 : La croissance du crédit aux entreprises s'est accentuée, tandis que celle du crédit aux ménages a ralenti



## L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

La Banque juge à présent que la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne est moins importante qu'escompé précédemment, estimant que le niveau du PIB réel au premier trimestre de 2012 était de 0,3 % supérieur à ce qu'elle avait prévu dans le *Rapport* de janvier. Ce changement tient aux révisions à la hausse du taux d'expansion déclaré du PIB pour le troisième trimestre de 2011 et du taux estimatif de croissance pour le premier trimestre de 2012, qui se chiffre maintenant à 2,5 %, ainsi qu'à la croissance de 1,8 % au quatrième trimestre, laquelle a été *grasso modo* conforme aux attentes formulées en janvier. Dans l'ensemble, ces résultats rendent compte de la vigueur accrue de la consommation des ménages et des investissements des entreprises au Canada, de même que d'une activité à l'étranger plus forte que prévu. La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production — qui s'établissait à -0,4 % au premier trimestre de 2012 — tend également à indiquer que les capacités excédentaires au sein de l'économie étaient moins grandes qu'envisagé auparavant (Graphique 21). Ces constatations concordent avec les résultats des enquêtes sur les perspectives des entreprises menées par la Banque au cours des derniers trimestres, selon lesquels la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande est demeurée près de sa moyenne historique.

L'évolution des indicateurs du marché du travail cadre avec la persistance d'une offre excédentaire légèrement plus importante. Malgré des améliorations notables observées en mars, l'emploi et le taux de chômage ont globalement peu changé comparativement aux niveaux d'il y a six mois (Graphique 22). De même, la hausse abrupte, pendant la récession, de la proportion de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel ne s'est résorbée qu'en partie, ce qui donne à penser que le marché du travail continue de compter des ressources inutilisées. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises du printemps, le pourcentage de firmes signalant une pénurie de main-d'œuvre est aussi resté en dessous de sa moyenne historique.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1/2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2012, soit une marge de capacités excédentaires plus faible que ce qu'elle escomptait en janvier.

La Banque juge à présent que la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne est moins importante qu'escompé précédemment.

La Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1/2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2012.

internationale soutenue de titres des gouvernements, des banques et des sociétés du Canada, signe que la qualité de ces instruments est jugée élevée selon les critères mondiaux. Bien que l'indice composite S&P/TSX ait quelque peu fléchi depuis janvier, les cours des actions des banques canadiennes, qui affichaient une meilleure tenue que ceux des titres des établissements d'autres économies avancées pendant une période d'incertitude accrue l'an dernier, ont encore monté.

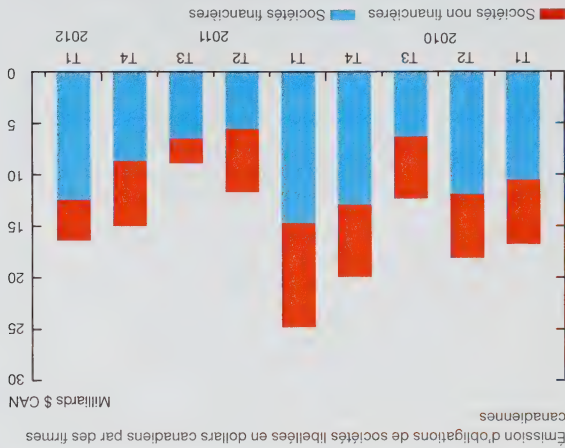
Dans ce contexte, les banques canadiennes sont toujours en bonne posture pour accorder des prêts, puisqu'elles peuvent facilement se procurer des fonds, en dollars canadiens comme en monnaies étrangères, à un coût relativement bas sur l'ensemble des échéances. La croissance des prêts aux entreprises s'est légèrement accentuée ces derniers mois, ce qui concorde avec un certain assouplissement des conditions du crédit et une intensification de la croissance des investissements des entreprises. Cependant, compte tenu de leur solide situation financière globale, les sociétés non financières continuent d'avoir peu besoin de financement externe.

- La croissance des prêts aux entreprises s'est légèrement accentuée.
- Le crédit demeure également très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux historiques.

Le crédit demeure également très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux historiques, principalement en raison du niveau exceptionnellement bas des taux hypothécaires fixes à long terme. Le rythme d'expansion des prêts aux ménages a cependant diminué au cours des derniers mois (Graphique 20), après avoir enregistré une croissance comparativement rapide sur une longue période, qui a porté les taux dendettement des ménages à des niveaux record par rapport au revenu disponible.

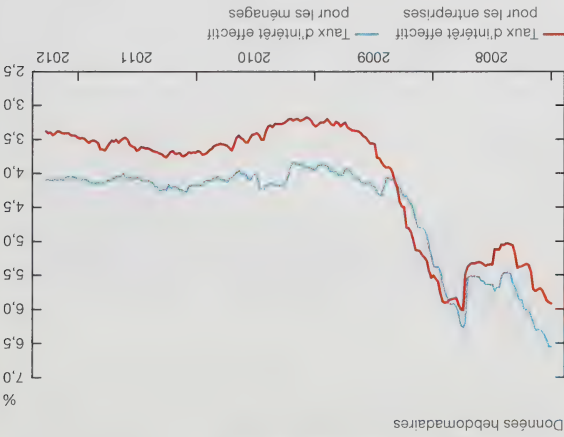
À la faveur d'une amélioration de la confiance au Canada ces derniers mois, la progression des agrégats monétaires au sens étroit a ralenti, parallèlement à une préférence moindre pour la liquidité. L'accroissement des agrégats monétaires au sens large a aussi quelque peu fléchi ces derniers temps, mais demeure en phase avec les pressions inflationnistes relativement modérées attendues à l'avenir.

**Graphique 19 : Le volume des émissions d'obligations canadiennes a augmenté**



Source : Banque du Canada  
Dernière observation : 2012T1

**Graphique 17 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux exceptionnellement bas**



**Graphique 18 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises canadiennes ont recommencé à s'assouplir au premier trimestre de 2012**



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement

b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Dernière observation : 2012T1

# L'économie canadienne

La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne croisse à un rythme modéré durant la période de projection et à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence reste près de la cible de 2 %.

Elle continue de prévoir que, pendant cette période, l'expansion économique sera alimentée par la hausse de la demande intérieure privée. Les exportations nettes ne devraient apporter qu'une contribution minime à la croissance globale, compte tenu de la mollesse de la reprise de l'activité économique à l'étranger et des problèmes qui se posent toujours au Canada sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien.

L'économie canadienne fait preuve d'un dynamisme un peu plus grand que la Banque ne l'anticipait dans le *Rapport* de janvier. Les vents contraires extérieurs auxquels est confrontée l'économie canadienne se sont quelque peu apaisés, la reprise aux États-Unis s'étant révélée plus résiliente, et les conditions financières plus avantageuses, qu'espéré précédemment. En outre, comme la confiance s'est redressée plus vite que prévu en janvier, la Banque est d'avis qu'au cours des trimestres à venir, l'incertitude mondiale aura un effet modérateur moins prononcé sur les dépenses des ménages et des firmes du Canada.

## Les conditions financières

L'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens sont encore globalement très avantageux (Graphique 17) et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique.

Dans le contexte d'une amélioration des conditions financières à l'échelle mondiale, les conditions du crédit aux entreprises canadiennes ont recommencé à s'assouplir au premier trimestre, comme l'indiquent tant les résultats de l'enquête que la Banque mène auprès des responsables du crédit que ceux de son enquête sur les perspectives des entreprises (Graphique 18) (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque).

Les marchés financiers au Canada ont continué d'afficher une bonne tenue ces derniers mois, face aux fluctuations qui se sont manifestées en Europe. Les rendements des obligations du gouvernement canadien se situent juste au-dessus des bas niveaux observés au moment de la parution du *Rapport* de janvier et ont généralement évolué en parallèle avec les grands marchés étrangers. Les rendements des obligations de sociétés sont également demeurés à des niveaux très bas et le volume des émissions a augmenté (Graphique 19). Cette évolution positive est due en partie à la demande

- La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne croisse à un rythme modéré.
- Les vents contraires extérieurs auxquels est confrontée l'économie canadienne se sont quelque peu apaisés.

- Les marchés financiers au Canada ont continué d'afficher une bonne tenue.



## Encadré 1 (suite)

Les hausses qui sont principalement induites par des perturbations de l'approvisionnement et le relèvement des primes de risque accentuent les pressions inflationnistes et freinent l'activité à l'échelle du globe. Les États-Unis, qui sont toujours chés à la fois par les prix du WTI et les cours mondiaux en tant que pays importateur net de pétrole, devraient voir leur croissance économique bridée, le renchérissement de l'or noir entraînant un recul du revenu disponible réel, une détérioration des termes de l'échange et une augmentation du coût des intrants pétroliers.

Parce qu'il est un exportateur net de pétrole, le Canada est habituellement favorisé par les hausses de prix de l'or noir, en particulier lorsque celles-ci résultent d'un accroissement de la demande globale dans le monde. La progression du revenu réel du pays associée à l'amélioration de ses termes de l'échange et à la montée de la demande à l'égard de ses exportations hors produits de base fait alors plus que compenser l'alourdissement des coûts pour les entreprises et les ménages<sup>1</sup>.

Cependant, les augmentations des cours du pétrole qui sont liées à des facteurs d'offre ont moins d'effets positifs sur le revenu réel du Canada, car le repli de l'activité chez

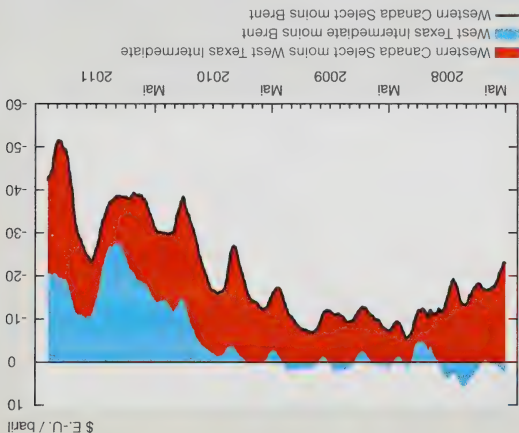
les principaux partenaires commerciaux du pays déprime la demande de ses exportations hors produits de base. Les retombées peuvent être encore plus limitées, ou même devenir négatives, si le cours du pétrole importé grime plus que celui du pétrole exporté.

Voilà qui explique pourquoi l'évolution des prix de l'or noir depuis janvier s'est révélée défavorable pour le Canada. En effet, celle-ci a été déterminée par des facteurs d'offre et le fait que le prix du pétrole importé (lié en grande partie au cours du Brent) s'est accru alors que celui du pétrole exporté (plutôt lié aux cours du WTI et du WCS) s'est replié. Le renchérissement des importations canadiennes de pétrole gonfle les coûts de production des entreprises du pays et exerce des pressions à la hausse sur les prix de l'essence, dont la moitié environ est produite à partir de pétrole raffiné indexé sur le cours du Brent<sup>2</sup>. À elle seule, la

- 1 On trouvera une description détaillée des canaux par lesquels les prix des produits de base peuvent influencer la croissance économique au Canada dans la Note technique 2 de la livraison d'avril 2011 du Rapport sur la politique monétaire.
- 2 Pour en savoir plus sur la relation entre les prix du pétrole brut et de l'essence au Canada, voir la Note technique 3 du Rapport sur la politique monétaire d'octobre 2011.

## Graphique 1-B : L'écart entre les cours canadiens et mondiaux du brut s'est élargi pour atteindre des niveaux record

Données quotidiennes



Nota : Les valeurs pour avril 2012 sont des estimations basées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012. Les cours du Brent se fondent sur les prix des contrats à terme à échéance rapprochée.

Sources : Banque du Canada et Bloomberg Dernière observation : avril 2012

dégradation des termes de l'échange pour le pétrole abaisse étrangers et, par conséquent, le revenu intérieur brut réel du pays. Le fléchissement du revenu réel peut, à son tour, freiner les dépenses en biens et services produits au pays. Avec l'accroissement du taux d'utilisation des capacités dans les raffineries qui ont subi des pannes temporaires et l'inversion prévue du sens de l'écoulement du pétrole dans l'oléoduc Seaway, les cours des bruts canadiens et du brut WTI devraient se rapprocher dans les mois à venir, contraignant ainsi à améliorer les termes de l'échange du Canada<sup>3</sup>. On s'attend toutefois à ce que l'écart de prix entre le WTI et le Brent persiste un certain temps, tant que le terminal de pipeline aux États-Unis ou au Canada.

- 3 L'inversion du sens de l'écoulement dans l'oléoduc Seaway, qui achemine actuellement le pétrole de la côte américaine du golfe du Mexique vers Cushing, devrait être réalisée en juin. On prévoit que le réseau inversé atteindra sa pleine capacité au premier trimestre de 2013.



Sources : Banque du Canada et Bloomberg  
Dernière observation : avril 2012

Nota : Les valeurs pour avril 2012 sont des estimations basées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012. Les cours du Brent se fondent sur les prix des contrats à terme à échéance rapprochée.



## La hausse des cours du pétrole et son incidence sur l'économie canadienne

Les cours mondiaux du pétrole, mesurés par ceux du brut de référence Brent, se sont élevés de 15 % environ depuis leur dernier creux, touché en octobre 2011. Leur remontée, attribuable surtout à des réductions d'approvisionnement et à l'augmentation des tensions politiques au Moyen-Orient, a une incidence à la fois sur l'activité mondiale et sur l'économie canadienne.

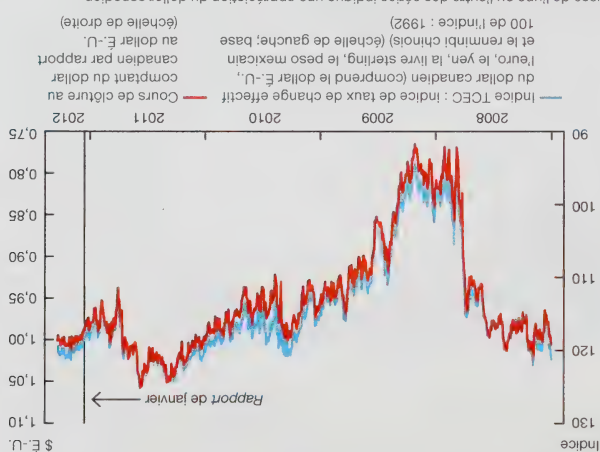
Les différents types de pétrole n'ont pas tous renchéri au même degré. Les cours des bruts servant de référence en Amérique du Nord, tels que le West Texas Intermediaire (WTI), demeurent bien inférieurs à leurs pendants internationaux en raison des surplus qui s'accumulent au terminal de Cushing (Oklahoma), point de livraison du WTI (Graphique 1-A). De plus, en 2012, les bruts canadiens comme le Western Canada Select (WCS) se sont négociés à la baisse, en grande partie sous l'effet conjugué de la forte croissance de l'offre, de mises hors service temporaires de raffineries et d'oléoducs au Canada et dans le Midwest américain et du manque généralisé de capacité pipelinrière pour acheminer le brut vers d'autres régions. Cette évolution a eu pour effet de creuser un écart de prix sans précédent entre le Brent et le WCS (Graphique 1-B).

La poussée récente des cours du pétrole a des implications légèrement négatives pour l'économie mondiale.

### Encadré 1

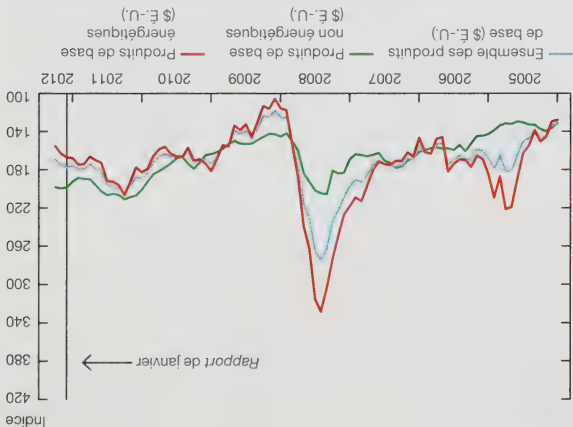
Source : Banque du Canada

Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.



**Graphique 15 : Les cours des produits de base ont reculé depuis la publication**

du dernier Rapport  
 Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2003, données mensuelles



Note : Les valeurs pour avril 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012.  
 Source : Banque du Canada

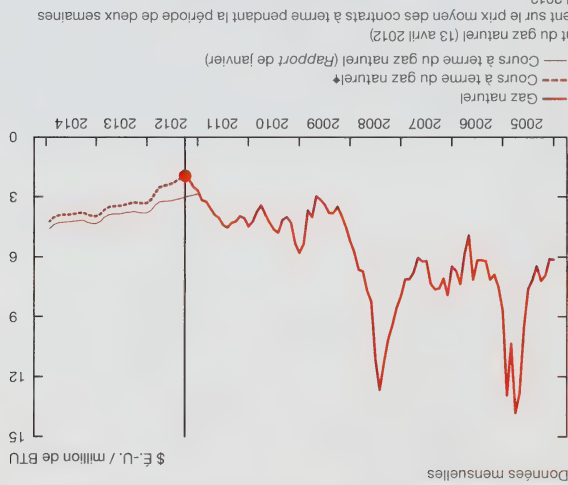
## Le dollar canadien

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à environ 101 cents  $\text{\$-U.}$  depuis la date d'annonce préalable de mars et devrait rester à ce niveau durant la période de projection (**Graphique 16**), comparativement au niveau de 98 cents  $\text{\$-U.}$  postulé dans le *Rapport* de janvier.

6 De fortes fluctuations des prix relatifs des produits de base peuvent, à l'occasion, créer un certain écart entre l'IPPB et les prix des produits de base payés aux producteurs canadiens, puisque les données de l'IPPB sont actualisées avec un décalage de quatre ans, à mesure que sont publiées les nouvelles données sur la production provenant des tableaux d'entrées-sorties préparés par Statistique Canada. Par exemple, la vive hausse des cours du pétrole ces dernières années par rapport à ceux du gaz naturel et la modification de la valeur de la production canadienne qui en a découlé ont vraisemblablement amené l'IPPB à sous-évaluer le niveau global des prix des produits de base au Canada. L'écart sans précédent observé récemment entre les cours du pétrole brut canadiens et mondiaux, dont il est question dans l'Encadré 1, a probablement fonctionné à l'inverse, puisque l'IPPB utilise la WTI comme approximation des cours du pétrole canadiens. En préparant sa projection relative à l'économie canadienne, la Banque utilise l'éventail complet des fluctuations des prix des produits de base qui sont pertinents pour le Canada, y compris celles qui ne sont pas entièrement reflétées dans l'évolution de l'IPPB. La Banque continuera d'évaluer les méthodes lui permettant d'améliorer la capacité de l'IPPB à mesurer les prix des produits de base au Canada.

Les cours des produits de base non énergétiques ont augmenté ces derniers mois, sous l'influence du raffermissement de la demande mondiale ainsi que des inquiétudes suscitées par l'offre sur les marchés agricoles. Les prix des produits agricoles devraient reculer durant la période de projection, parallèlement à l'amélioration de l'offre, tandis que les prix des produits forestiers devraient monter progressivement, en phase avec une reprise modeste dans le secteur américain du logement. Les prix des métaux devraient rester aux niveaux actuels jusqu'à la fin de 2013, puis grimper en 2014, à la faveur du renforcement de la croissance économique mondiale.

**Graphique 14 : Les prix du gaz naturel devraient se maintenir à des niveaux relativement bas**



Données mensuelles  
 Note : Les valeurs des prix du gaz naturel pour avril 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012.  
 Les cours se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 avril 2012.

Source : Banque du Canada

## Les implications pour l'économie canadienne

La demande d'exportations canadiennes demeure faible. La mesure de l'activité étrangère n'a regagné que la moitié du recul enregistré durant la dernière récession, en raison surtout de l'atonie persistante au sein du secteur américain du logement. Cette mesure devrait s'accroître régulièrement au cours de la période projetée, la composition de la demande extérieure devenant plus favorable aux exportations canadiennes, et dépasser son niveau d'avant la récession au second semestre de 2013. Le profil d'évolution anticipé de la mesure de l'activité est légèrement supérieur à celui envisagé dans le *Rapport* de janvier, ce qui est conforme à la révision à la hausse des perspectives de l'économie américaine.

La montée des cours mondiaux des produits de base a généralement des effets positifs sur la richesse et le revenu au sein de l'économie canadienne, qui passent par l'amélioration des termes de l'échange. Or, l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada a reculé depuis janvier (Graphique 15), en raison principalement de la pondération relativement

► La demande d'exportations canadiennes demeure faible.

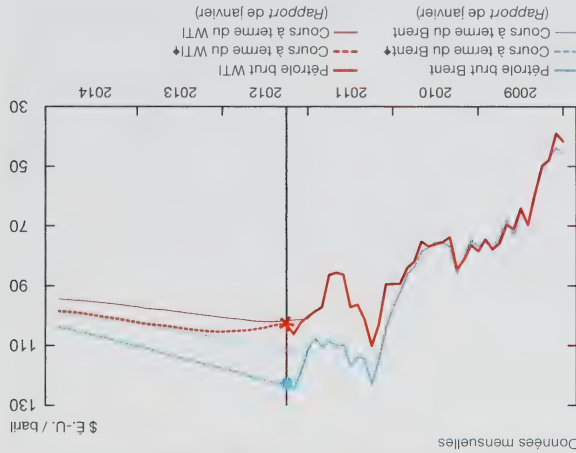
## Les cours des produits de base

Les cours mondiaux des produits de base sont généralement demeurés à des niveaux élevés, mais ont évolué dans des sens quelque peu différents ces derniers mois. Les tensions géopolitiques accrues au Moyen-Orient, conjuguées aux perturbations de la production dans certains pays et à l'ampleur des perspectives de l'économie mondiale, ont poussé les cours du pétrole brut Brent au-dessus des niveaux anticipés au moment de la parution du *Rapport de janvier*. Les cours du brut West Texas Intermedate (WTI), par contre, ont peu changé depuis janvier, ce qui s'explique par l'abondance de l'offre dans le Midwest américain. Résultat, l'écart entre les cours du Brent et les cours du WTI s'est élargi, passant à environ 20 dollars É.-U. le baril. À en juger par la courbe la plus récente des cours à terme, les cours du Brent et du WTI devraient rester élevés dans un avenir rapproché, pour ensuite baisser en réaction au retour à la normale de l'offre à l'échelle mondiale (*Graphique 13*). Les prix du pétrole devraient être supérieurs à ceux auxquels on s'attendait dans la dernière livraison du *Rapport*, ce qui est conforme à la révision à la hausse des perspectives concernant la demande. Les prix du gaz naturel ont reculé en Amérique du Nord, les réductions de production n'ayant pas réussi à compenser l'incidence des températures exceptionnellement douces. La courbe la plus récente des cours à terme laisse entrevoir une augmentation des prix du gaz naturel jusqu'à la fin de 2014, soutenue par l'accroissement de la part de marché du gaz naturel dans la production d'électricité. Les prix du gaz naturel devraient néanmoins se maintenir à des niveaux relativement bas et inférieurs au profil d'évolution anticipé dans le *Rapport de janvier* (*Graphique 14*).

Les cours mondiaux des produits de base sont généralement demeurés à des niveaux élevés.

Les prix du pétrole devraient être supérieurs à ceux auxquels on s'attendait dans la dernière livraison du *Rapport*.

**Graphique 13 : On s'attend à ce que les cours du pétrole demeurent élevés**



Source : Banque du Canada

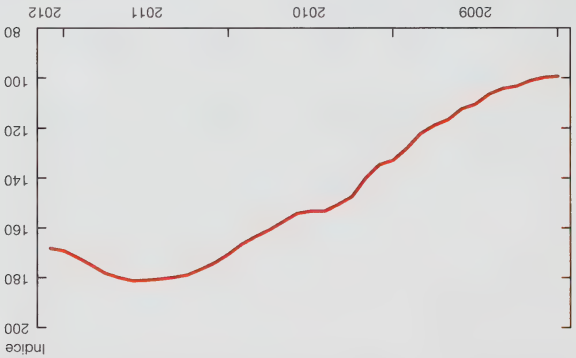
Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut pour avril 2012 sont des estimations basées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012. Les cours du Brent se fondent sur les prix des contrats à terme à échéance rapprochée.

demande allant des exportations et de l'investissement vers la consommation. Cependant, les déséquilibres mondiaux sont encore une source d'inquiétude et on prévoit qu'ils demeureront élevés durant la période projetée.

La progression du PIB réel d'autres économies émergentes devrait aussi décroître en 2012, sous l'effet surtout du ralentissement de la demande extérieure, du resserrement des politiques et des pressions exercées sur les conditions financières par la réduction du levier d'endettement des banques internationales dans certains pays. Toutefois, on s'attend à une accélération de la croissance économique en 2013-2014, à la faveur d'une reprise de l'expansion des exportations vers les économies avancées. Les perspectives de croissance pour ces économies émergentes ont été révisées à la hausse par rapport à la projection de janvier, ce qui tient au raffermissement de la demande étrangère, à un certain assouplissement des conditions financières et au renchérissement des produits de base, dont profitent de nombreux producteurs de matières premières de ce groupe.

**Graphique 11 : Les prix des propriétés en Chine ont commencé à se replier**

Prix des appartements existants, base 100 de l'indice : décembre 2008, données mensuelles

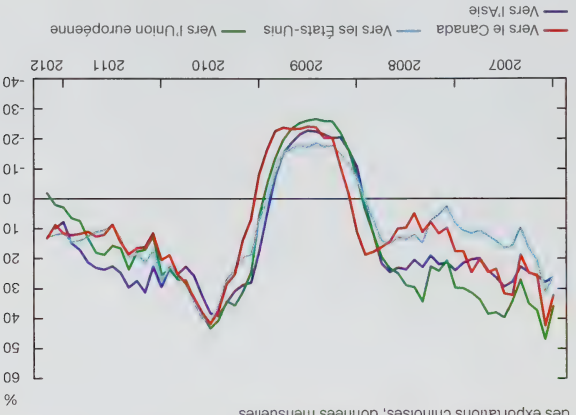


Sources : SouFun Holdings Ltd. et ambassade du Canada en Chine

Dernière observation : février 2012

Graphique 12 : L'expansion des exportations chinoises a décéléré

Taux de croissance en glissement annuel de la moyenne mobile sur trois mois des exportations chinoises, données mensuelles



Source : Administration générale des douanes de la Chine

Dernières observations : février et mars 2012



Les exportations et les investissements des entreprises devraient apporter un soutien important à l'expansion économique aux États-Unis.

Les exportations et les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient apporter un soutien important à l'expansion économique aux États-Unis durant la période projetée. Malgré l'effet modérateur des faibles taux d'utilisation des ressources, les investissements des entreprises devraient progresser à un bon rythme jusqu'à la fin de 2014, favorisés par la solidité financière des entreprises, des bénéfices appréciables et le faible coût du capital. Bien que la croissance des exportations soit appelée à ralentir quelque peu en 2012, en raison de la récente appréciation du dollar E.-U. et d'une décélération de la demande étrangère, elle devrait rebondir en 2013-2014 grâce à la reprise de la demande mondiale.

Compte tenu du rythme modeste de la croissance de l'économie américaine, on s'attend à ce que l'offre excédentaire ne se résorbe que progressivement au cours de la période de projection. Par conséquent, les tensions inflationnistes sous-jacentes devraient demeurer modérées.

## Le Japon

Au Japon, le PIB réel a reculé de 0,7 % au quatrième trimestre de 2011, inondations en Thaïlande ainsi que le niveau élevé du yen et l'essoufflement des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement causées par les inondations en Thaïlande ayant entraîné un repli marqué des exportations. Étant donné le rétablissement rapide de ces chaînes d'approvisionnement, les indicateurs donnent à penser que la croissance au Japon est redevenue légèrement positive au premier trimestre de 2012. Durant la période projetée, l'expansion du PIB réel devrait s'établir annuellement aux environs de 1,7 % en moyenne, soutenue par la poursuite de la reconstruction des infrastructures. Les exportations ne devraient progresser que légèrement en 2012, puis gagner de la vigueur à compter de 2013, sous l'influence du raffermissement de la demande mondiale. L'inflation se situant bien en deçà de l'objectif de 1 % annoncé récemment, la Banque du Japon a décidé d'accroître la taille de son programme d'achat d'actifs de 10 billions de yens, soit environ 2 % du PIB, au moyen de l'achat d'obligations d'État.

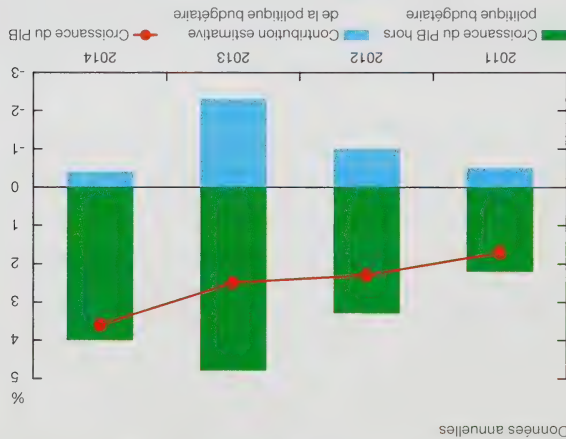
## Les économies de marché émergentes

La croissance du PIB réel de la Chine au premier trimestre a ralenti à 8,1 % en glissement annuel, sous l'effet du recul de la demande extérieure et du resserrement antérieur des politiques monétaire et macroprudentielle. L'activité dans le secteur du logement a fléchi et les prix des propriétés se sont repliés par rapport au sommet où ils s'étaient hissés en août 2011 (Graphique 11). L'expansion des exportations a décéléré de manière plus abrupte, en réaction à l'affaiblissement de la demande émanant d'Europe, qui représente environ le cinquième des exportations chinoises (Graphique 12). Le taux d'accroissement des prix à la consommation en Chine se situe à 3,6 % en mars 2012, ce qui est nettement inférieur au sommet de 6,5 % atteint en juillet 2011, du fait principalement de la diminution rapide de la hausse des prix des aliments. En réaction à l'atténuation des pressions inflationnistes, les autorités chinoises ont commencé à assouplir la politique monétaire. Elles ont réduit le taux des réserves obligatoires de 100 points de base depuis décembre et un nouvel assouplissement est attendu.

Le PIB réel de la Chine devrait croître de quelque 8 % en moyenne par an jusqu'à la fin de 2014, ce qui correspond au taux attendu dans le *Rapport de janvier*. Une appréciation modeste du taux de change réel de la monnaie chinoise et le plan visant à stimuler les dépenses des ménages annoncé par le gouvernement devraient favoriser un déplacement progressif de la

Le PIB réel de la Chine devrait croître de quelque 8 % en moyenne par année jusqu'à la fin de 2014.

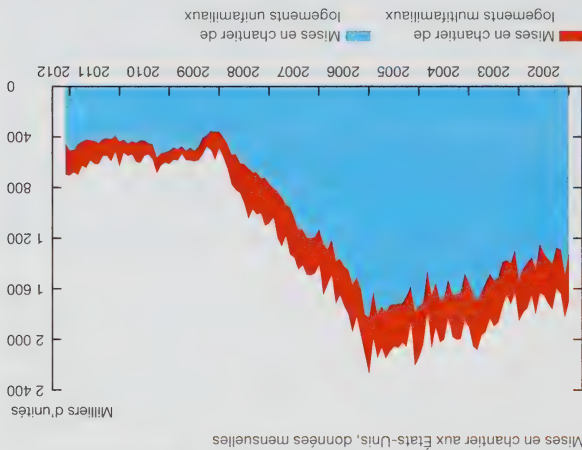
**Graphique 9 : L'assainissement budgétaire devrait exercer un effet modérateur considérable sur la croissance du PIB réel américain**



Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects de ces dépenses sur d'autres composantes de la demande globale. La contribution estimative de la politique budgétaire a été réévaluée rétrospectivement à la lumière de nouvelles données concernant les dépenses publiques américaines.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 10 : Le nombre de mises en chantier aux États-Unis reste modeste**

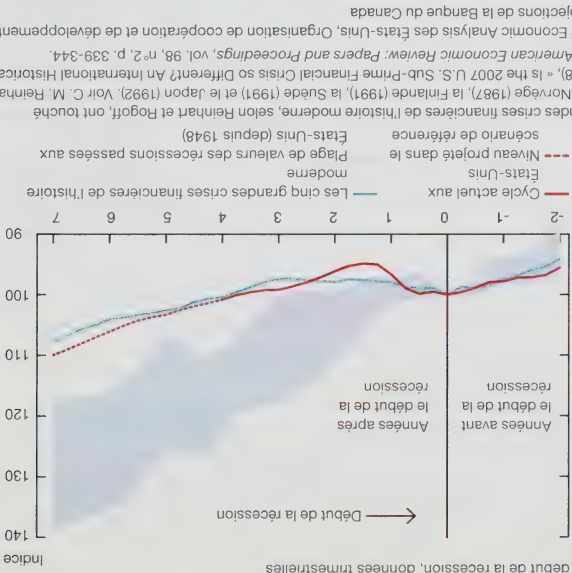


Source : Bureau du recensement des États-Unis

Dernière observation : février 2012

construction de nouvelles maisons et exerce des pressions à la baisse sur le prix des habitations. Les taux d'occupation élevés et les conditions du crédit difficiles ont également modéré la croissance de la construction non résidentielle. La construction tant résidentielle que non résidentielle devrait se maintenir à de bas niveaux, mais on s'attend à ce qu'elle reprenne peu à peu au cours de la période de projection, à la faveur de la réduction de l'offre excédentaire de logements invendus, d'un assouplissement graduel des conditions d'emprunt et du raffermissement de l'économie.

**Graphique 8 : Le PIB réel des États-Unis devrait progresser à un rythme relativement modeste par rapport aux reprises précédentes**



« Espèce : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhardt et Rogoff, ont touché l'Espagne (1917), la Norvège (1918), la Finlande (1919), la Suède (1991) et le Japon (1997). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

L'assainissement budgétaire devrait exercer un effet modérateur considérable sur la croissance de l'économie américaine.

L'assainissement budgétaire devrait exercer un effet modérateur considérable sur la croissance de l'économie américaine, se chiffrant à environ 1 point de pourcentage en 2012, à 2,5 points en 2013 et à un demi-point en 2014, ce qui correspond aux attentes énoncées dans le *Rapport de janvier* (Graphique 9). Ce freinage budgétaire prévu tient compte de la fin des programmes de relance adoptés pendant la récession, de l'expiration des baisses des cotisations sociales à la fin de 2012 et des compressions budgétaires débutant en 2013. La hausse projetée de la croissance du PIB réel des États-Unis entre 2013 et 2014 repose dans une large mesure sur l'évolution attendue de la politique budgétaire<sup>5</sup>.

L'investissement résidentiel est encore très faible.

L'investissement résidentiel est encore très faible. La progression observée récemment est en partie due à une hausse de la construction d'appartements, le chômage important et les conditions du crédit hypothécaire tendues ayant entraîné un déplacement de la demande allant de l'accession à la propriété vers la location (*Graphique 10*). Les stocks de logements inoccupés et de propriétés pouvant faire l'objet de saisies augmentent près de leurs récents niveaux records, ce qui restreint la

5 Les autorités publiques américaines pourraient décider d'adopter des politiques dont l'effet serait de réduire l'ampleur escomptée du renversement budgétaire en 2013. Cela pourrait se produire si l'on retardait certaines ou la plupart des compressions budgétaires prévues au cours de l'année. L'accélération de l'expansion économique en 2013 qui découlerait de ces actions pourrait se faire au détriment de la croissance en 2014, toutefois (selon le moment où les compressions seraient opérées).

On prévoit que la zone euro sera en récession jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2012, l'assainissement budgétaire, la réduction du levier d'endettement des banques, les conditions financières difficiles et les effets négatifs de la perte de confiance devant donner lieu à une contraction marquée de la demande intérieure. Une modeste reprise de l'activité économique devrait s'amorcer au deuxième semestre de 2012, soutenue par un redressement de la croissance des exportations attribuable à un raffermissement graduel de la demande extérieure. La demande intérieure devrait croître quelque peu à compter de 2013, à la faveur d'un assouplissement progressif des conditions financières et d'un regain de confiance. Comparativement à ce qui était énoncé dans le *Rapport* de janvier, la récession en cours devrait être un peu moins profonde, en raison des effets négatifs moins prononcés que prévu de la réduction du levier d'endettement des banques et des faibles niveaux de confiance. Toutefois, les perspectives de croissance pour le reste de la période de projection correspondent à nos prévisions de janvier.

La montée des cours des produits de base et l'augmentation des impôts indirects et des prix administrés résultant de l'assainissement budgétaire ont poussé l'inflation globale à 2,6 % en mars dans la zone euro. Néanmoins, les pressions inflationnistes devraient s'amoindrir au cours de la période projetée face aux importantes capacités inutilisées.

## Les États-Unis

Le PIB réel des États-Unis a cru de près de 2,5 % au second semestre de 2011, contre moins de 1 % au premier semestre, et l'évolution économique récente a été largement positive. En moyenne, le rythme mensuel de créations d'emplois a été plus vif depuis le quatrième trimestre de 2011, et la confiance des consommateurs et des entreprises a fait monter d'une plus grande résilience qu'anticipé. On estime que les déterminants de la dépense des ménages sont maintenant plus favorables, du fait des révisions à la hausse du revenu des particuliers au deuxième semestre de 2011, alors que la montée récente des cours des actions a fait augmenter l'avoir net des ménages. Les retombées de la crise de la zone euro sur les conditions financières et la confiance aux États-Unis seront vraisemblablement moins prononcées qu'escorné. Par conséquent, les perspectives de croissance économique dans ce pays sont plus encourageantes au cours de la période de projection qu'on ne le prévoyait en janvier, malgré les effets négatifs du renchérissement du pétrole.

En dépit de ce profil d'évolution plus positif, la progression du PIB réel des États-Unis devrait être relativement modeste jusqu'à la fin du premier semestre de 2013, étant freinée par l'assainissement budgétaire et la poursuite de la réduction du levier d'endettement des ménages (Graphique 8). L'activité économique devrait se raffermir de façon plus notable par la suite, à mesure que les effets de ces facteurs se dissipent. Globalement, la croissance du PIB réel devrait passer de 2,3 % en 2012, à 2,5 % en 2013 et à 3,6 % en 2014.

Les conditions monétaires devraient demeurer très expansionnistes : la Réserve fédérale américaine a récemment annoncé qu'elle repoussait, au moins jusqu'aux derniers mois de 2014, la période durant laquelle elle prévoit que les conditions économiques nécessiteront le maintien des taux des fonds fédéraux à des niveaux exceptionnellement bas<sup>4</sup>. Par contre,

4 La Réserve fédérale des États-Unis a aussi adopté une cible explicite d'inflation de 2 %, mesurée par la variation annuelle de l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages.

► La progression du PIB réel des États-Unis devrait être relativement modeste.

► Aux États-Unis, la confiance des consommateurs et des entreprises a fait monter d'une plus grande résilience qu'anticipé.



conditions d'octroi de prêts aux banques qui ont leur siège en Europe et aux entreprises non financières ayant une forte exposition aux économies européennes.

Même si les opérations accrues d'apport de liquidité menées par la BCE n'ont pas réussi à améliorer directement la santé financière fondamentale des banques, elles ont fourni à ces dernières la marge de manœuvre nécessaire pour restructurer leurs bilans de façon ordonnée. On s'attend donc à ce que les tensions exercées sur les conditions financières par la réduction du levier d'endettement des banques dans la zone euro persistent, mais qu'elles soient moins intenses que prévu en janvier.

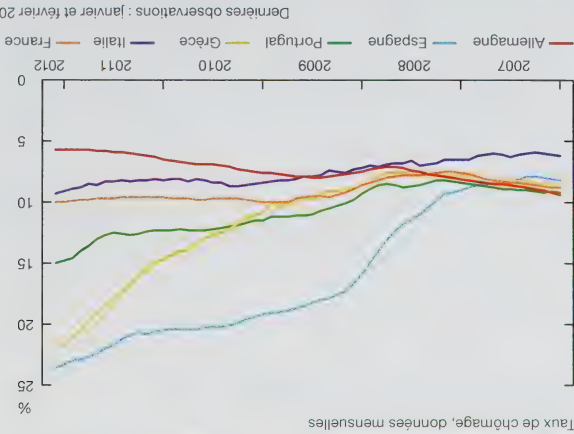
## La zone euro

La zone euro est entrée en récession au quatrième trimestre de 2011, le PIB réel s'étant replié de 1,2 %, comme prévu. Toutefois, la situation économique s'est quelque peu améliorée dernièrement. On a observé un redressement modeste de la confiance des entreprises et des ménages, et les indices des directeurs d'achat laissent entrevoir que le recul de la production sera probablement un peu moins prononcé au premier semestre de 2012.

L'écart entre les conditions économiques des grandes économies et des pays périphériques de la zone euro est saisissant. Le taux de chômage

en Allemagne continue d'avosiner les creux historiques enregistrés après la réunification, alors qu'en Espagne, au Portugal et en Grèce, les taux de chômage se situent à des niveaux inégaux (Graphique 7). Les indicateurs comme les coûts unitaires de main-d'œuvre portent à croire que les pays périphériques ont accompli peu de progrès pour ce qui est de réduire leur écart de compétitivité avec les grandes économies. Face à l'atonie économique persistante, certains pays périphériques ont beaucoup de mal à réaliser les importants ajustements budgétaires et les profondes réformes structurelles qui s'imposent afin de restaurer la compétitivité et d'assurer le maintien d'une situation budgétaire viable.

**Graphique 7 : L'écart entre les taux de chômage des grandes économies et des pays périphériques de la zone euro est saisissant**



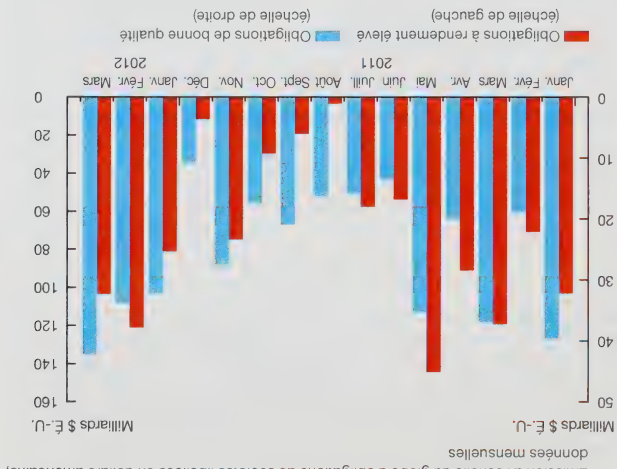
Source : Eurostat

Dernières observations : janvier et février 2012

La zone euro est entrée en récession au quatrième trimestre de 2011, laquelle devrait durer jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2012.



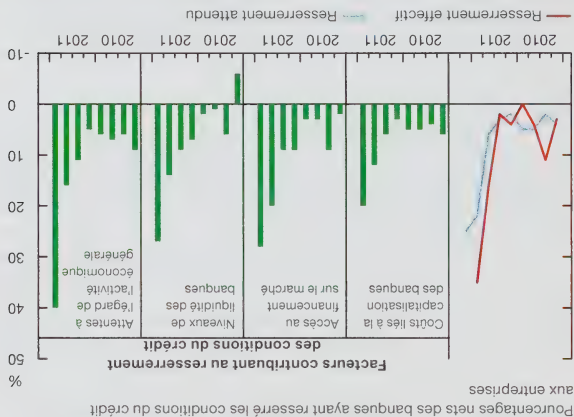
**Graphique 5 : Les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont fortement augmenté depuis le début de l'année**



Source : Bloomberg

Dernière observation : mars 2012

**Graphique 6 : Les banques de la zone euro ont continué à resserrer les conditions du crédit depuis la publication du dernier Rapport**



Nota : Graphique établi à partir des résultats des enquêtes sur les conditions du crédit menées auprès des banques de la zone euro (Bank Lending Survey). On entend par « resserrement effectif » le resserrement qui s'est déjà produit, tandis que le « resserrement attendu » renvoie au resserrement additionnel que les banques anticipent.

Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : 2011T4

Malgré l'amélioration générale de l'humeur des marchés financiers depuis janvier, les banques de la zone euro ont continué à resserrer les conditions du crédit aux ménages et aux entreprises (Graphique 6). L'évolution en Europe s'est aussi répercutée sur les conditions d'octroi de prêts bancaires aux États-Unis. Les banques étrangères exerçant des activités dans ce pays ont durci leurs critères d'octroi de crédit aux sociétés américaines, alors que les banques tant américaines qu'étrangères ont resserré leurs

**Graphique 3 : Saut en Espagne, les rendements des obligations d'État des pays de la zone euro ont diminué depuis la publication du Rapport de janvier**

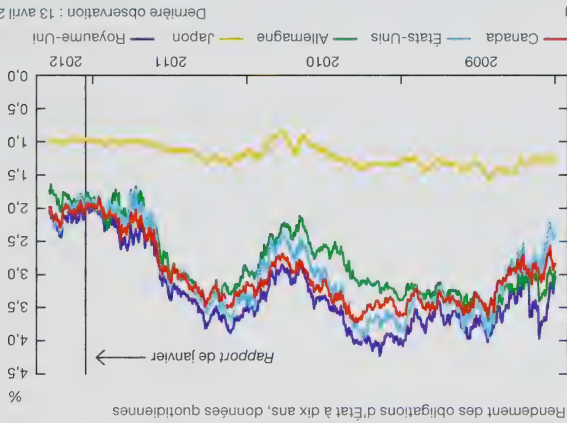


Nota : Faute de données suffisantes, les rendements des obligations d'État à neuf ans sont utilisés dans le cas de l'Irlande.

Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 avril 2012

**Graphique 4 : Les rendements des obligations d'État dans la plupart des grandes économies avancées n'ont guère varié depuis la publication du dernier Rapport**



Source : Bloomberg

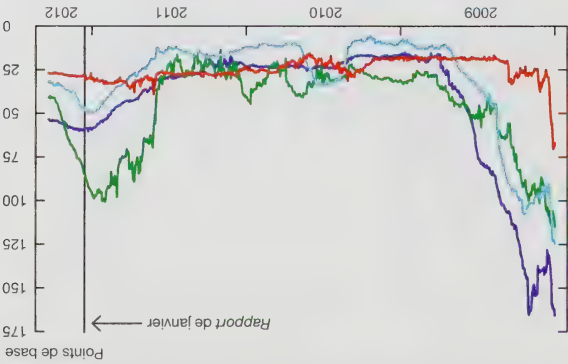
Dernière observation : 13 avril 2012

En Europe, les cours des actions se sont repliés quelque peu depuis janvier sous l'effet des nouvelles craintes concernant la situation de la dette, mais ont grimpé dans la plupart des autres économies. Les écarts de rendement sur obligations de sociétés se sont amoindris à l'échelle du globe, en particulier dans le cas des obligations des émetteurs financiers et des obligations à rendement élevé, et les rendements des obligations de sociétés américaines de bonne qualité ont récemment touché des creux inégaux. Dans ce contexte changeant, les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont fortement augmenté depuis le début de l'année, les entreprises financières et non financières ayant tiré profit du meilleur accès aux marchés primaires (Graphique 5).

Les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont fortement augmenté.

**Graphique 2 : Les conditions de financement des banques européennes se sont améliorées depuis la parution du Rapport de janvier**

Ecart entre les taux d'emprunt interbancaires à trois mois et les taux des swaps trois mois indexés sur le taux à un jour, données quotidiennes



Source : Bloomberg  
Dernière observation : 13 avril 2012

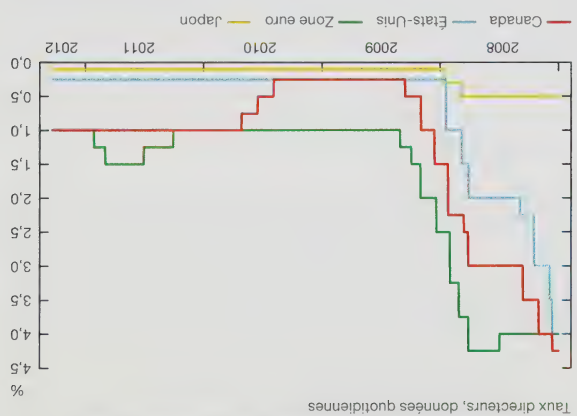
Les autorités publiques européennes ont mené un certain nombre d'initiatives au cours de la dernière année dans le but de renforcer la stabilité financière et la confiance. Elles ont convenu d'un deuxième plan d'aide financière à la Grèce jumelé à un programme de reconstruction substantielle de la dette grecque détenu par le secteur privé, relevé les ratios de fonds propres de catégorie 1 auxquels sont soumises les banques, adopté un nouveau pacte budgétaire et fait passer le filet de sécurité destiné aux États membres de la zone euro de 500 à 700 milliards d'euros<sup>2</sup>. En outre, la Banque centrale européenne (BCE) a mis à la disposition des banques de la région environ 1 billion d'euros de liquidités au moyen de deux opérations de refinancement à plus long terme et a abaissé les exigences de garantie<sup>3</sup>. Par conséquent, les conditions de financement des institutions financières européennes se sont améliorées (Graphique 2). Les rendements des obligations d'État de la zone euro, à l'exception de l'Espagne, ont diminué, et les écarts de taux entre les titres souverains et les obligations allemandes se sont réduits (Graphique 3). Ensemble, ces facteurs permettent de croire que le risque à court terme d'une grave crise de liquidité dans le secteur bancaire de la zone euro a diminué.

Les rendements des obligations d'État dans la plupart des grandes économies avancées ont fluctué de façon considérable depuis la parution du Rapport de janvier. Après avoir augmenté en réaction à l'amélioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale, les rendements sont presque revenus à leur niveau initial, le climat sur les marchés s'étant détérioré ces dernières semaines (Graphique 4). En particulier, les rendements des obligations allemandes sont tombés à leurs creux historiques.

2 La capacité de prêt combinée du Fonds européen de stabilité financière et du Mécanisme européen de stabilité (MÉS) est de 700 milliards d'euros, dont 500 milliards représentent la capacité de prêt permanente du MÉS. Les 200 milliards restants consistent en des engagements existants envers la Grèce, l'Irlande et le Portugal.

3 Les opérations de refinancement à plus long terme ont été menées en décembre 2011 et en février 2012. Les injections nettes de liquidités se sont chiffrées à environ 500 milliards d'euros, déduction faite de l'emprunt auprès de la BCE sous forme d'opérations à court terme arrivant à échéance, telles que les opérations principales de refinancement assorties d'une échéance d'une semaine.

**Graphique 1 : Les banques centrales des économies avancées ont maintenu leurs taux directeurs à des niveaux historiquement bas**



Note : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des Etats-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des Etats-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 13 avril 2012

que dans les économies émergentes, le rythme de l'activité ralentisse mais demeure robuste, étant alimenté par un léger assouplissement des politiques macroéconomiques. L'amélioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale et les perturbations du côté de l'offre ont maintenu les cours mondiaux des produits de base à un niveau élevé, en particulier le pétrole brut, dont les prix comportent également une prime de risque liée aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Cela devrait freiner quelque peu la cadence de l'activité économique mondiale.

En réaction à des pressions inflationnistes sous-jacentes modérées, les banques centrales des économies avancées ont maintenu leurs taux directeurs à des niveaux historiquement bas (Graphique 1), et certaines ont procédé à de nouvelles opérations d'assouplissement quantitatif. Les banques centrales de quelques pays émergents ont continué à inverser le resserrement passé de leurs politiques face aux perspectives de décélération de la croissance économique intérieure.

## La conjoncture financière mondiale

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont améliorées, dans l'ensemble, depuis la parution du *Rapport* de janvier. Les mesures prises en Europe pour résoudre la crise de la dette souveraine et du financement bancaire ainsi que les perspectives de croissance plus encourageantes aux Etats-Unis ont rendu les marchés plus optimistes pendant cette période. Ce climat a en outre été conforté par les simulations de crise aux Etats-Unis, qui ont révélé que les plus grandes banques américaines détenaient une quantité suffisante de fonds propres si elles devaient faire face à une situation macroéconomique extrêmement défavorable. Plus récemment, toutefois, on a observé une nouvelle intensification des inquiétudes entourant la dette souveraine de certains pays périphériques de la zone euro, surtout l'Espagne, et la confiance des investisseurs a diminué quelque peu.

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont améliorées dans l'ensemble.



► L'évolution récente donne à penser que le profil de croissance de l'économie mondiale est un peu plus favorable.

L'évolution récente donne à penser que le profil de croissance de l'économie mondiale est un peu plus favorable que celui projeté dans le Rapport sur la politique monétaire de janvier (Tableau 1). L'incertitude entourant les perspectives à l'échelle du globe, qui avait atteint des niveaux très élevés, s'est atténuée, mais on peut s'attendre à ce que la volatilité persiste. Les conditions économiques sont meilleures aux États-Unis, et les mesures de politique destinées à résoudre la crise de la dette souveraine et du secteur bancaire dans la zone euro ont contribué à une certaine amélioration de la situation sur les marchés européens des titres d'emprunt et de la conjoncture financière internationale.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)					Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)				
	2011	2012	2013	2014		2011	2012	2013	2014	
États-Unis	20	1,7 (1,8)	2,3 (2,0)	2,5 (2,2)	3,6					
Zone euro	15	1,5 (1,5)	-0,6 (-1,0)	0,8 (0,9)	1,4					
Japon	6	-0,7 (-0,8)	1,9 (1,9)	1,6 (1,7)	1,6					
Chine	14	9,2 (9,1)	8,1 (8,2)	8,0 (8,0)	8,0					
Autres pays	46	4,3 (4,2)	3,4 (3,1)	3,5 (3,2)	3,7					
monde	100	3,8 (3,7)	3,2 (2,9)	3,4 (3,3)	3,8					

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2010.  
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2012 du Rapport sur la politique monétaire.  
Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2011  
Source : Banque du Canada

Toutefois, l'économie mondiale continue d'être confrontée à des défis considérables. Dans l'ensemble, la croissance devrait ralentir en 2012, pour s'établir à 3,2 %, puis remonter à 3,4 % en 2013 et à 3,8 % en 2014<sup>1</sup>. Malgré l'incidence positive des récentes interventions des autorités, on s'attend toujours à ce que la zone euro connaisse une récession jusqu'au troisième trimestre de 2012, suivie d'une lente reprise, la croissance subissant encore les effets de l'austérité budgétaire, de la réduction du levier d'endettement des banques et du faible niveau de la confiance. L'expansion aux États-Unis devrait continuer d'être modeste jusqu'à la fin de 2014, en raison de l'effet modérateur exercé par la réduction du levier d'endettement des ménages, de l'assainissement budgétaire et des retombées négatives persistantes de la crise européenne. Durant la période de projection, on s'attend à ce

1 Comme il est d'usage dans la livraison d'avril du Rapport sur la politique monétaire, la période de projection a été prolongée d'une année, soit jusqu'en 2014 dans ce cas-ci.



La Banque prévoit que l'économie croîtra à un rythme de 2,4 % en 2012 et en 2013 avant de ralentir pour se situer à 2,2 % en 2014. La marge de capacités inutilisées est un peu moins importante que la Banque ne l'avait anticipé en janvier et celle-ci s'attend maintenant à ce que l'économie se remette à tourner à plein régime au premier semestre de 2013.

Du fait des capacités excédentaires moindres et des prix plus élevés de l'essence, la Banque s'attend à ce que le profil de l'inflation soit un peu plus ferme qu'elle ne l'envisageait en janvier. Après avoir ralenti au cours du présent trimestre, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, avoisiner 2 % durant le reste de la période de projection, alors que l'économie atteint son potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

Malgré l'amélioration récente des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques demeurent élevés.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix du pétrole soient plus élevés qu'attendu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru. Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à une nouvelle intensification des inquiétudes concernant la dette souveraine et le secteur bancaire en Europe, et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 17 avril, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Dans un contexte de capacités excédentaires moindres au sein de l'économie et d'inflation sous-jacente plus élevée, il se peut qu'une réduction modeste de la dette monétaire considable actuellement en place au Canada devienne appropriée, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale et internationale.

# Vue d'ensemble

Le profil de croissance de l'économie mondiale s'est amélioré depuis janvier. On prévoit que l'Europe émergera lentement de la récession au deuxième semestre de 2012, même si les risques entourant ces perspectives demeurent élevés. Le profil de croissance de l'économie américaine est légèrement plus solide, compte tenu de l'équilibre entre, d'une part, une certaine amélioration de la situation sur le marché du travail, des conditions financières et de la confiance, et, d'autre part, l'assainissement budgétaire qui s'amorce ainsi que la réduction en cours du levier d'endettement des ménages. On s'attend à ce que, durant la période de projection, le rythme de l'activité dans les économies émergentes ralentisse mais demeure robuste, étant alimenté par un assouplissement des politiques macroéconomiques. L'amélioration des perspectives de l'économie mondiale, les perturbations du côté de l'offre et les risques géopolitiques ont maintenu les cours des produits de base à des niveaux élevés. En particulier, les cours internationaux du pétrole ont continué à grimper et sont maintenant nettement plus élevés que les prix payés aux producteurs canadiens. Si cette évolution des prix se poursuivait, elle pourrait atténuer le rythme accru de l'activité économique.

Dans l'ensemble, l'économie canadienne fait preuve d'un dynamisme un peu plus grand que la Banque ne l'anticipait en janvier. Les vents contraires extérieurs auxquels est confronté le Canada se sont quelque peu apaisés, la reprise aux États-Unis s'étant révélée plus résiliente, et les conditions financières plus avantageuses, qu'escamoté précédemment. Par conséquent, la confiance des entreprises et des ménages se redresse plus vite que prévu en janvier. La Banque s'attend à ce que la demande intérieure privée soit à l'origine de la quasi-totalité de l'expansion économique au Canada durant la période de projection. Les dépenses des ménages devraient rester élevées par rapport au PIB, alors que l'endettement de ceux-ci continue de s'accroître, ce qui demeure le principal risque interne. Les investissements des entreprises devraient rester robustes, du fait de la situation financière solide de celles-ci, des conditions de crédit très favorables, du niveau toujours élevé des termes de l'échange et des pressions concurrentielles accrues. On anticipe une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion au cours de la période projetée, conformément aux récents budgets des gouvernements fédéral et provinciaux. La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible, compte tenu de la demande étrangère modérée et des défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien.



---

# Table des matières

Vue d'ensemble .....	1
L'économie mondiale .....	3
La conjoncture financière mondiale .....	4
La zone euro .....	8
Les États-Unis .....	9
Le Japon .....	12
Les économies de marché émergentes .....	12
Les cours des produits de base .....	14
Les implications pour l'économie canadienne .....	15
Le dollar canadien .....	16
Encadré 1 : La hausse des cours du pétrole et son incidence sur l'économie canadienne .....	17
L'économie canadienne .....	19
Les conditions financières .....	19
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie .....	22
L'économie réelle .....	24
Encadré 2 : Le taux d'épargne, la richesse immobilière et l'endettement .....	27
L'inflation .....	32
Les risques entourant les perspectives .....	37

---

La Banque prendra toutes les mesures qui s'imposent pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. C'est ainsi qu'elle peut contribuer à ce que les Canadiens puissent épargner et investir en toute confiance.

Dans les prochaines années, les entreprises canadiennes devront elles aussi analyser et agir. Leur décision de se recentrer, de se réoutiller et de se renouveler sera déterminante pour la rapidité avec laquelle notre prospérité augmentera dans les décennies à venir.

— Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada  
2 avril 2012  
Waterloo (Ontario)*



# Rapport sur la politique monétaire

Avril 2012

---

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Bolvin et Agathe Côté. Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 13 avril 2012.

# La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

## Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont recouru à la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016.
- Établir pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

## L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour<sup>2</sup>. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens.

L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.

Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.

- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de guide à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique  
Département des Communications  
**Banque du Canada**  
234, rue Wellington  
Ottawa (Ontario) K1A 0G9  
© 2012 Banque du Canada  
ISSN 1201-8783 (version papier)  
ISSN 1490-1242 (Internet)  
Site Web : banquecanada.ca  
Courriel : info@banqueduncanada.ca  
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)  
Téléphone : 613 782-8111

# Rapport sur la politique monétaire

Avril 2012





# Monetary Policy Report Summary

April 2012

*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on data received up to 13 April 2012.*

The profile for global economic growth has improved since January. Europe is expected to emerge slowly from recession in the second half of 2012, although the risks around this outlook remain high. The profile for U.S. growth is slightly stronger, reflecting the balance of somewhat improved labour markets, financial conditions and confidence on the one hand, and emerging fiscal consolidation and ongoing household deleveraging on the other. Economic activity in emerging-market economies is expected to moderate to a still-robust pace over the projection horizon, supported by an easing of macroeconomic policies. Improved global economic prospects, supply disruptions and geopolitical risks have kept commodity prices elevated. In particular, the international price of oil has risen further and is now considerably higher than that received by Canadian producers. If sustained, these oil price developments could dampen the improvement in economic momentum.

Overall, economic momentum in Canada is slightly firmer than the Bank had expected in January. The external headwinds facing Canada have abated somewhat, with the U.S. recovery more resilient and financial conditions more supportive than previously anticipated. As a result, business and household confidence are improving faster than forecast in January. The Bank projects that private domestic demand will account for almost all of Canada's economic growth over the projection horizon. Household spending is expected to remain high relative to GDP as households add to their debt burden, which remains the biggest domestic risk. Business investment is projected to remain robust, reflecting solid balance sheets, very favourable credit conditions, continuing strong terms of trade and heightened competitive pressures. The contribution of government spending to growth is expected to be quite modest over the projection horizon, in line with recent federal and provincial budgets. The recovery in net exports is likely to remain weak in light of modest external demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

## Highlights

- The profile for global economic growth has improved since January.
- Economic momentum in Canada is slightly firmer than the Bank had expected.
- The Bank projects the Canadian economy will grow by 2.4 per cent in 2012 and 2013 before moderating to 2.2 per cent in 2014. The economy is now expected to return to full capacity in the first half of 2013.
- Total and core inflation are expected to be around 2 per cent over the balance of the projection horizon.
- On 8 March and 17 April, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.

The Bank projects that the economy will grow by 2.4 per cent in both 2012 and 2013 before moderating to 2.2 per cent in 2014. The degree of economic slack has been somewhat smaller than the Bank had anticipated in January, and the economy is now expected to return to full capacity in the first half of 2013.

As a result of this reduced slack and higher gasoline prices, the profile for inflation is expected to be somewhat firmer than anticipated in January. After moderating this quarter, total CPI inflation is expected, along with core inflation, to be around 2 per cent over the balance of the projection horizon as the economy reaches its production potential, the growth of labour compensation remains moderate and inflation expectations stay well anchored.

Despite recent improvements to the outlook for the global and Canadian economies, risks remain elevated.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-expected oil prices, stronger-than-expected growth in the U.S. economy and stronger momentum in Canadian household spending.

The two main downside risks to inflation in Canada relate to a reintensification of sovereign debt and banking concerns in Europe, and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

### Projection for global economic growth

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth (per cent) <sup>b</sup>			
		2011	2012	2013	2014
United States	20	1.7 (1.8)	2.3 (2.0)	2.5 (2.2)	3.6
Euro area	15	1.5 (1.5)	-0.6 (-1.0)	0.8 (0.9)	1.4
Japan	6	-0.7 (-0.8)	1.9 (1.9)	1.6 (1.7)	1.6
China	14	9.2 (9.1)	8.1 (8.2)	8.0 (8.0)	8.0
Rest of the world	46	4.3 (4.2)	3.4 (3.1)	3.5 (3.2)	3.7
World	100	3.8 (3.7)	3.2 (2.9)	3.4 (3.3)	3.8

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, *World Economic Outlook*, September 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the January 2012 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

### Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>

	2011	2012				2013				2014			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	1.8 (2.0)	2.5 (1.8)	2.5 (1.8)	2.4 (2.1)	2.5 (2.6)	2.5 (3.1)	2.2 (3.1)	2.3 (3.0)	2.2 (2.8)	2.2	2.2	2.2	2.2
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.2 (2.1)	2.0 (1.7)	2.7 (2.3)	2.3 (1.9)	2.5 (2.1)	2.5 (2.4)	2.4 (2.7)	2.4 (2.9)	2.3 (3.0)	2.2	2.2	2.2	2.2
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.1 (2.2)	2.1 (2.1)	1.9 (2.0)	1.8 (1.9)	1.8 (1.7)	1.8 (1.9)	2.1 (1.9)	2.1 (2.0)	2.1 (2.0)	2.1	2.0	2.0	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.6 (2.8)	2.4 (2.2)	2.0 (1.5)	2.2 (1.7)	2.2 (1.7)	2.1 (1.8)	1.9 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9	2.0	2.0	2.0
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.5 (2.7)	2.3 (2.1)	1.9 (1.4)	2.1 (1.6)	2.1 (1.6)	2.1 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0	2.0	2.0	2.0
WTI <sup>b</sup> (level)	94 (94)	103 (101)	103 (102)	104 (102)	105 (101)	105 (100)	105 (99)	104 (98)	103 (98)	102	101	99	99
Brent <sup>b</sup> (level)	109 (109)	118 (112)	122 (111)	121 (110)	119 (109)	117 (107)	115 (106)	113 (105)	112 (103)	110	108	106	104

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2012 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the prices of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 April 2012

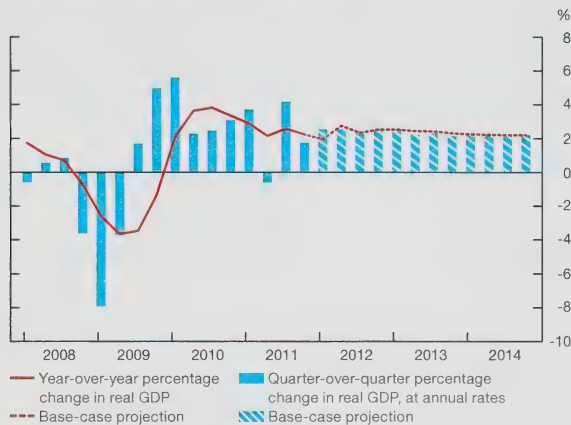


Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.

Reflecting all of these factors, on 17 April, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. In light of the reduced slack in the economy and firmer underlying inflation, some modest withdrawal of

the present considerable monetary policy stimulus may become appropriate, consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term. The timing and degree of any such withdrawal will be weighed carefully against domestic and global economic developments.

### Real GDP is expected to grow at a moderate pace



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

### Total and core CPI inflation in Canada are projected to remain close to 2 per cent over the projection horizon

Year-over-year percentage change, quarterly data



Note: Dotted lines indicate projections.

a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

---

## Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

**Monetary Policy Report** (January, April, July and October)

**Financial System Review** (June/December)

**Bank of Canada Review** (quarterly)\*

**Business Outlook Survey** (January, April, July and October)

**Senior Loan Officer Survey** (January, April, July and October)\*

**Speeches and Statements by the Governor\***

**Bank of Canada Banking and Financial Statistics** (monthly)\*

**Weekly Financial Statistics** (published each Friday)\*

**Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information**

**Annual Report\***

### **A History of the Canadian Dollar**

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

### **Conference Proceedings**

Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

### **Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers\***

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

---

\* Available only on the Bank's website

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

Print copies of the *Report* and the *Summary* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, 234 Wellington St., Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9

Telephone: 1 800 303-1282; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca); website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

## Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).

**Rapport sur la politique monétaire**  
Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

**Revue du système financier**

Paraît en juin et en décembre.

**Revue de la Banque du Canada\***

Paraît chaque trimestre.

**Enquête sur les perspectives des entreprises**

Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

**Enquête auprès des responsables du crédit\***

Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

**Discours et déclarations du gouverneur\***

**Statistiques bancaires et financières de la Banque**

**du Canada\***

Paraît chaque mois.

**Bulletin hebdomadaire de statistiques financières\***

Paraît tous les vendredis.

\* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

et aux banquiers centraux.

**et documents d'analyse\***  
Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes

**Rapports techniques, documents de travail**

**Actes de colloques**  
On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 \$ CAN (l'exemplaire, taxes en sus; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études naires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.

**Le dollar canadien : une perspective historique**  
James Powell. Offert au prix de 8 \$ CAN, taxes en sus.

**Rapport annuel\***

**note d'information**  
**Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation :**

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, 234, rue Wellington, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

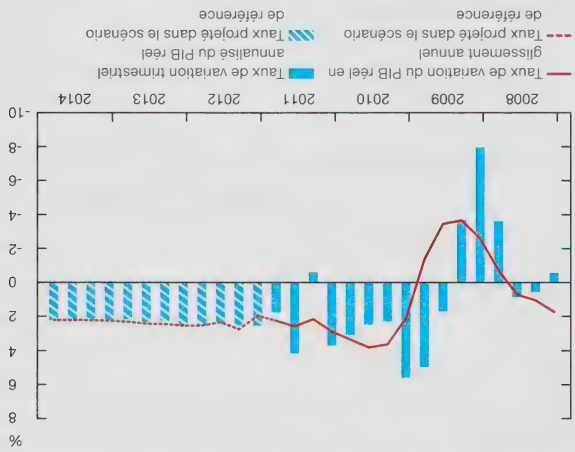
Téléphone : 1 800 303-1282; adresse électronique : [publications@banqueducanada.ca](mailto:publications@banqueducanada.ca); site Web : [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca)

ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (internet)

croissance des dépenses des ménages canadiens soit  
 Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui  
 présentent sur les perspectives d'évolution de l'inflation  
 au Canada sont relativement équilibrés au cours de la  
 période de projection.  
 Compte tenu de tous ces facteurs, le 17 avril, la Banque  
 a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

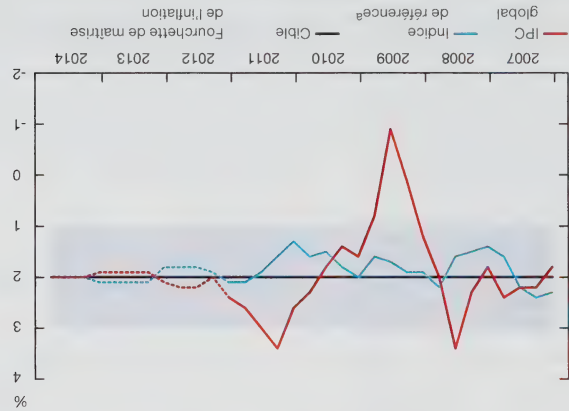
Dans un contexte de capacités excédentaires moindres  
 au sein de l'économie et d'inflation sous-jacente plus  
 élevée, il se peut qu'une réduction modeste de la  
 détente monétaire considérable actuellement en place  
 au Canada devienne appropriée, de façon à atteindre la  
 cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Le moment et le  
 degré de toute réduction seront évalués avec soin, en  
 fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale  
 et internationale.

## Le PIB réel devrait progresser à un rythme modéré



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

## L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence au Canada devrait rester aux environs de 2 % au cours de la période de projection



Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.  
 a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

l'avait anticipé en janvier et celle-ci s'attend maintenant à ce que l'économie se remette à tourner à plein régime au premier semestre de 2013.

Du fait des capacités excédentaires moindres et des prix plus élevés de l'essence, la Banque s'attend à ce que le profil de l'inflation soit un peu plus ferme qu'elle ne l'envisageait en janvier. Après avoir ralenti au cours du présent trimestre, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, avoisiner 2 % durant le reste de la période de projection, alors que l'économie atteint son potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à une nouvelle intensification des inquiétudes concernant la dette souveraine et le secteur bancaire en Europe, et à la possibilité que la

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)	
	2011	2012
Etats-Unis	20	2,3 (2,0)
Zone euro	15	-0,6 (-1,0)
Japon	6	1,9 (1,9)
Chine	14	8,1 (8,2)
Autres pays	46	3,4 (3,1)
Ensemble du monde	100	3,2 (2,9)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2010.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2011

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2012 du Rapport sur la politique monétaire.

Source : Banque du Canada

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>

2011	2012	2013	2014						
PIB réel (taux de variation annualisé)	1,8 (2,0)	2,5 (1,8)	2,4 (2,1)	2,5 (2,6)	2,5 (3,1)	2,2 (2,8)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,1)	2,0 (1,7)	2,7 (2,3)	2,3 (1,9)	2,5 (2,1)	2,4 (2,7)	2,3 (3,0)	2,2 (2,0)	2,0 (2,0)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1 (2,2)	1,9 (2,0)	1,8 (1,8)	1,8 (1,9)	1,8 (1,9)	2,1 (2,0)	2,1 (2,0)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,8)	2,4 (2,2)	2,0 (1,5)	2,2 (1,7)	2,2 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,5 (2,7)	2,3 (2,1)	1,9 (1,4)	2,1 (1,6)	2,1 (1,8)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI <sup>b</sup> (niveau)	94 (94)	103 (101)	103 (102)	104 (102)	105 (101)	105 (99)	104 (98)	103 (98)	102 (99)
Brent <sup>b</sup> (niveau)	109 (109)	118 (111)	122 (111)	121 (110)	119 (109)	117 (107)	115 (106)	113 (105)	110 (103)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2012 du Rapport sur la politique monétaire.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermédiaire et Brent (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 avril 2012.



# Rapport sur la politique monétaire

## Sommaire

Avril 2012

*Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur les données reçues au 13 avril 2012.*

Le profil de croissance de l'économie mondiale s'est amélioré depuis janvier. On prévoit que l'Europe émergera lentement de la récession au deuxième semestre de 2012, même si les risques entourant ces perspectives demeurent élevés. Le profil de croissance de l'économie américaine est légèrement plus solide, compte tenu de l'équilibre entre, d'une part, une certaine amélioration de la situation sur le marché du travail, des conditions financières et de la confiance, et, d'autre part, l'assainissement budgétaire qui s'amorce ainsi que la réduction en cours du levier d'endettement des ménages. On s'attend à ce que, durant la période de projection, le rythme de l'activité dans les économies émergentes ralentisse mais demeure robuste, étant alimenté par un assouplissement des politiques macroéconomiques. L'amélioration des perspectives de l'économie mondiale, les perturbations du côté de l'offre et les risques géopolitiques ont maintenu les cours des produits de base à des niveaux élevés. En particulier, les cours internationaux du pétrole ont continué à grimper et sont maintenant nettement plus élevés que les prix payés aux producteurs canadiens. Si cette évolution des prix se poursuivait, elle pourrait atténuer le rythme accru de

Dans l'ensemble, l'économie canadienne fait preuve d'un dynamisme un peu plus grand que la Banque ne l'anticipait en janvier. Les vents contraires extérieurs auxquels est confronté le Canada se sont quelque peu apaisés, la reprise aux États-Unis s'étant révélée plus résiliente, et les conditions financières plus avantageuses, qu'escompté précédemment. Par conséquent, la confiance dans la reprise de l'expansion économique au Canada durant la période de projection. Les dépenses des ménages devraient rester élevées par rapport au PIB, alors que l'endettement de ceux-ci continue de s'accroître, ce qui demeure le principal risque interne. Les investissements des entreprises devraient rester robustes, du fait de la

## Faits saillants

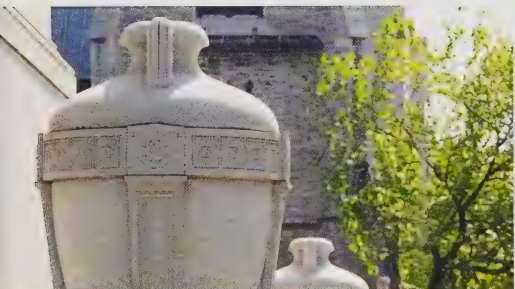
- Le profil de croissance de l'économie mondiale s'est amélioré depuis janvier.
- L'économie canadienne fait preuve d'un dynamisme un peu plus grand que la Banque ne l'anticipait.
- La Banque prévoit que l'économie croîtra à un rythme de 2,4 % en 2012 et en 2013 avant de ralentir pour se situer à 2,2 % en 2014. Elle s'attend maintenant à ce que l'économie se remette à tourner à plein régime au premier semestre de 2013.
- L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence devrait avoisiner 2 % durant le reste de la période de projection.
- Le 8 mars et le 17 avril, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

situation financière solide de celles-ci, des conditions de crédit très favorables, du niveau toujours élevé des termes de l'échange et des pressions concurrentielles accrues. On anticipe une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion au cours de la période projetée, conformément aux récents budgets des gouvernements fédéral et provinciaux. La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible, compte tenu de la demande étrangère modérée et des défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien. La Banque prévoit que l'économie croîtra à un rythme de 2,4 % en 2012 et en 2013 avant de ralentir pour se situer à 2,2 % en 2014. La marge de capacités inutilisées est un peu moins importante que la Banque ne

CA1  
FN 73  
- M56

# Monetary Policy Report

July 2012



# Canada's Inflation-Control Strategy<sup>1</sup>

## Inflation targeting and the economy

- The Bank's mandate is to conduct monetary policy to promote the economic and financial well-being of Canadians.
- Canada's experience with inflation targeting since 1991 has shown that the best way to foster confidence in the value of money and to contribute to sustained economic growth, employment gains and improved living standards is by keeping inflation low, stable and predictable.
- In 2011, the Government and the Bank of Canada renewed Canada's inflation-control target for a further five-year period, ending 31 December 2016. The target, as measured by the total consumer price index (CPI), remains at the 2 per cent midpoint of the control range of 1 to 3 per cent.

## The monetary policy instrument

- The Bank carries out monetary policy through changes in the target overnight rate of interest.<sup>2</sup> These changes are transmitted to the economy through their influence on market interest rates, domestic asset prices and the exchange rate, which affect total demand for Canadian goods and services. The balance between this demand and the economy's production capacity is, over time, the primary determinant of inflation pressures in the economy.
- Monetary policy actions take time—usually from six to eight quarters—to work their way through the economy and have their full effect on inflation. For this reason, monetary policy must be forward looking.
- Consistent with its commitment to clear, transparent communications, the Bank regularly reports its perspective on the forces at work on the economy and their

implications for inflation. The *Monetary Policy Report* is a key element of this approach. Policy decisions are typically announced on eight pre-set days during the year, and full updates of the Bank's outlook, including risks to the projection, are published four times per year in the *Monetary Policy Report*.

## Inflation targeting is *symmetric* and *flexible*

- Canada's inflation-targeting approach is *symmetric*, which means that the Bank is equally concerned about inflation rising above or falling below the 2 per cent target.
- Canada's inflation-targeting framework is *flexible*. Typically, the Bank seeks to return inflation to target over a horizon of six to eight quarters. However, the most appropriate horizon for returning inflation to target will vary depending on the nature and persistence of the shocks buffeting the economy.

## Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by fluctuations in the prices of certain volatile components (e.g., fruit and gasoline) and by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank also monitors a set of "core" inflation measures, most importantly the CPIX, which strips out eight of the most volatile CPI components and the effect of indirect taxes on the remaining components. These "core" measures allow the Bank to "look through" temporary price movements and focus on the underlying trend of inflation. In this sense, core inflation is monitored as an *operational guide* to help the Bank achieve the total CPI inflation target. It is not a replacement for it.

<sup>1</sup> See *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target* (8 November 2011) and *Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information—November 2011*, which are both available on the Bank's website.

<sup>2</sup> When interest rates are at the zero lower bound, additional monetary easing to achieve the inflation target can be provided through three unconventional instruments: (i) a *conditional* statement on the future path of the policy rate; (ii) quantitative easing; and (iii) credit easing. These instruments and the principles guiding their use are described in the Annex to the April 2009 *Monetary Policy Report*.

The *Monetary Policy Report* is available on the Bank of Canada's website at [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca).

### For further information, contact:

Public Information  
Communications Department  
Bank of Canada  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario K1A 0G9

Telephone: 613 782-8111;  
1 800 303-1282 (toll free in North America)  
Email: [info@bankofcanada.ca](mailto:info@bankofcanada.ca); Website: [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca)

ISSN 1201-8783 (Print)  
ISSN 1490-1234 (Online)  
©2012 Bank of Canada



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

# Monetary Policy Report

---

July 2012

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin and Agathe Côté.

This report includes data received up to 13 July 2012.

---

---

"Despite the troubles abroad, there has been a quiet pride in how Canada has fared....And a very strong desire to move forward."

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada  
1 May 2012  
Toronto, Ontario*

---





# Contents

---

Overview .....	1
<b>Global Economy</b> .....	3
Global Financial Conditions .....	4
Euro Area .....	5
United States .....	7
Japan .....	10
Emerging-Market Economies .....	10
Box 1: Recent Developments in Emerging-Market Economies .....	12
Commodity Prices .....	13
Implications for the Canadian Economy .....	15
Canadian Dollar .....	16
Box 2: Improving the Bank of Canada Commodity Price Index .....	17
<b>Canadian Economy</b> .....	19
Financial Conditions .....	19
Estimated Pressures on Capacity .....	22
The Real Economy .....	24
Box 3: Canada's Share of the Global Export Market .....	31
Inflation .....	32
<b>Risks to the Outlook</b> .....	35

---



# Overview

---

Global growth prospects have weakened since April. While the economic expansion in the United States continues at a gradual but somewhat slower pace, developments in Europe point to a renewed contraction. In China and other emerging economies, the deceleration in growth has been greater than anticipated, reflecting past policy tightening and weaker external demand. This slowdown in global activity has led to a sizable reduction in commodity prices, although they remain elevated. The combination of increasing global excess capacity over the projection horizon and reduced commodity prices is expected to moderate global inflationary pressures. Global financial conditions have also deteriorated since April, with periods of considerable volatility. The Bank's base-case projection assumes that the European crisis will continue to be contained, although this assumption is subject to downside risks.

While global headwinds are restraining Canadian economic activity, domestic factors are expected to support moderate growth in Canada. The Bank expects the economy to grow at a pace roughly in line with its production potential in the near term, before picking up through 2013. Consumption and business investment are expected to be the primary drivers of growth, reflecting very stimulative domestic financial conditions. However, their pace will be influenced by external headwinds, notably the effects of lower commodity prices on Canadian incomes and wealth, as well as by record-high household debt. Housing activity is expected to slow from record levels. Government spending is not projected to contribute to growth in 2012 and to contribute only modestly thereafter, in line with plans to consolidate spending by federal and provincial governments. Canadian exports are projected to remain below their pre-recession peak until the beginning of 2014, reflecting the dynamics of foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

The Bank projects that the economy will grow by 2.1 per cent in 2012, 2.3 per cent in 2013 and 2.5 per cent in 2014. The economy is expected to reach full capacity in the second half of 2013, thus operating with a small amount of slack for somewhat longer than previously anticipated.

Core inflation is forecast to remain around 2 per cent over the projection horizon as the economy operates near its production potential, growth in labour compensation stays moderate and inflation expectations remain well anchored. Given the recent drop in gasoline prices and with futures prices suggesting persistently lower oil prices, the Bank expects total CPI inflation to remain noticeably below the 2 per cent target over the coming year before returning to target around mid-2013.

The inflation outlook in Canada is subject to significant risks.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher global inflationary pressures, stronger Canadian exports and stronger momentum in Canadian household spending.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to the European crisis, weaker global momentum and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.

Reflecting all of these factors, on 17 July, the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. To the extent that the economic expansion continues and the current excess supply in the economy is gradually absorbed, some modest withdrawal of the present considerable monetary policy stimulus may become appropriate, consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term. The timing and degree of any such withdrawal will be weighed carefully against domestic and global economic developments.

# Global Economy

The prospects for global economic growth have weakened since the April *Monetary Policy Report*. While the economic expansion in the United States continues at a gradual but somewhat slower pace, developments in the euro area point to a renewed contraction. In China and other emerging-market countries, the deceleration in economic growth has been greater than previously anticipated. This slowdown in global economic activity has led to a sizable reduction in commodity prices, although they remain elevated. Global financial conditions have deteriorated since the last *Report*, with periods of considerable volatility.

Global economic growth is expected to moderate from 3.8 per cent in 2011 to 3.1 per cent in 2012 and 2013, before rising to 3.5 per cent in 2014 (Table 1). Given this relatively modest growth profile, global excess capacity is expected to increase over the projection horizon. The Bank's base-case scenario assumes that the crisis in the euro area will continue to be contained, although this assumption is subject to downside risks. The projection also assumes that current legislation in the United States, which implies a severe tightening of fiscal policy at the beginning of 2013 (the so-called "fiscal cliff"), will be modified to spread the fiscal contraction over several years.

◀ *The prospects for global economic growth have weakened*

◀ *Global excess capacity is expected to increase*

**Table 1: Projection for global economic growth**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth <sup>b</sup> (per cent)			
		2011	2012	2013	2014
United States	19	1.7 (1.7)	1.9 (2.3)	2.1 (2.5)	3.0 (3.6)
Euro area	14	1.5 (1.5)	-0.6 (-0.6)	0.3 (0.8)	1.3 (1.4)
Japan	6	-0.7 (-0.7)	2.5 (1.9)	1.3 (1.6)	0.9 (1.6)
China	14	9.3 (9.2)	7.8 (8.1)	7.8 (8.0)	7.8 (8.0)
Rest of the world	47	4.3 (4.3)	3.2 (3.4)	3.2 (3.5)	3.3 (3.7)
World	100	3.8 (3.8)	3.1 (3.2)	3.1 (3.4)	3.5 (3.8)

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2011. Source: IMF, *World Economic Outlook*, April 2012

b. Numbers in parentheses are projections used for the April 2012 *Monetary Policy Report*.

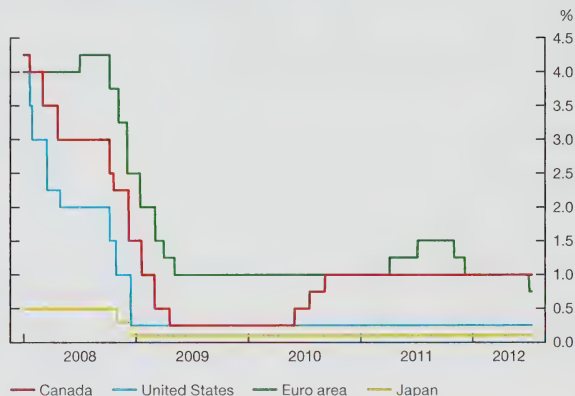
Source: Bank of Canada

Underlying inflation pressures in advanced economies are expected to ease over the projection horizon in response to the considerable excess capacity. As a result, central banks in some advanced economies have provided additional monetary stimulus, either by lowering policy interest rates (Chart 1) or by undertaking further unconventional measures. In emerging-market economies (EMEs), some of the past monetary tightening is being reversed and new fiscal stimulus has been announced.



**Chart 1: Policy interest rates are at historically low levels in advanced economies**

Policy interest rates, daily data



Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 13 July 2012

## Global Financial Conditions

*Global financial conditions have deteriorated*

Global financial conditions have deteriorated since the last *Report*. Renewed worries about the sustainability of sovereign debt and the health of the banking sectors in some euro-area economies, as well as downward revisions to the prospects for global economic growth, have led to a significant deterioration in market sentiment. Spreads on some euro-area sovereign bonds have risen markedly over the period, with Spanish spreads relative to German bonds reaching euro-era record highs (Chart 2).

At the same time, growing investor appetite for safer and more-liquid assets has pushed government bond yields in most major advanced economies to record lows (Chart 3) and exerted strong upward pressure on currencies such as the U.S. dollar and the Japanese yen. The value of the euro, in contrast, has weakened noticeably and a large number of emerging-market currencies have also fallen, in response to an abrupt reversal of capital flows.

*Corporate bond issuance outside of Europe has held up*

Other asset classes have also been affected by changes in market sentiment. Equity prices have softened in the past few months, especially bank equities (Chart 4). However, corporate bond issuance outside of Europe has held up relatively well and spreads are little changed from their levels at the time of the last *Report*.

Bank funding conditions have tightened in recent months, although the extent has varied across countries. Banks in a number of economies, such as the United States and the United Kingdom, have experienced a relatively modest rise in funding costs, while banks in the euro area are facing increased pressures. As a consequence, euro-area banks have continued to tighten credit conditions (Chart 5).

Developments in Europe have also affected bank lending conditions in a number of other countries. Banks in the United Kingdom have tightened lending terms on some loans to households and corporations. Although

**Chart 2: Yield spreads on Italian and Spanish sovereign bonds are at or near all-time highs**

10-year sovereign yield spreads over German bonds, daily data



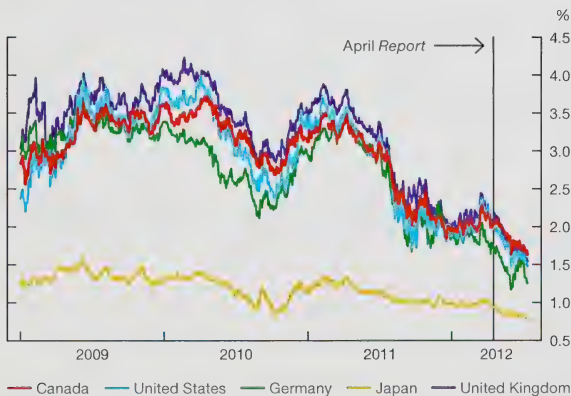
Note: Owing to data limitations, yields on 9-year sovereign bonds are used for Ireland.

Source: Bloomberg

Last observation: 13 July 2012

**Chart 3: Government bond yields in most major advanced economies have recently hit new lows**

Yields on 10-year sovereign bonds, daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 13 July 2012

U.S. banks have implemented a modest easing of lending standards more broadly in recent months, they have tightened standards on loans to European banks and to non-financial firms that have substantial exposure to Europe.

◀ U.S. banks have implemented a modest easing of lending standards

## Euro Area

Real GDP in the euro area contracted by 1.3 per cent in the fourth quarter of 2011 and was basically unchanged in the first quarter of 2012. While GDP growth was stronger in the first quarter than anticipated in the *April Report*, this positive surprise is unlikely to persist, as economic conditions continue to deteriorate in many euro-area countries. With nearly half of all euro-area

◀ Economic conditions continue to deteriorate in many euro-area countries

**Chart 4: Equity prices have decreased in the past few months**

Indexes (1 January 2011 = 100), daily data

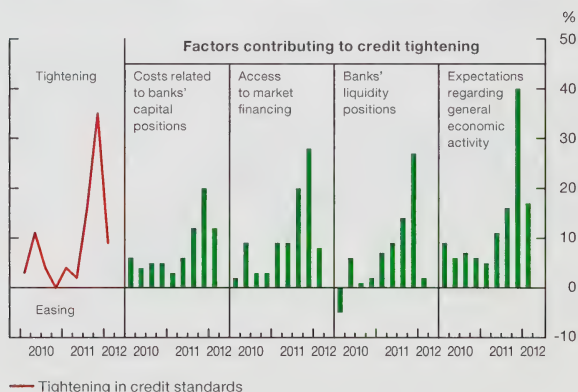


Source: Bloomberg

Last observation: 13 July 2012

**Chart 5: Banks in the euro area have continued to tighten lending conditions**

Net percentages of banks contributing to credit tightening for businesses



Note: Data reflect responses to the euro-area Bank Lending Survey.

Source: European Central Bank

Last observation: 2012Q1

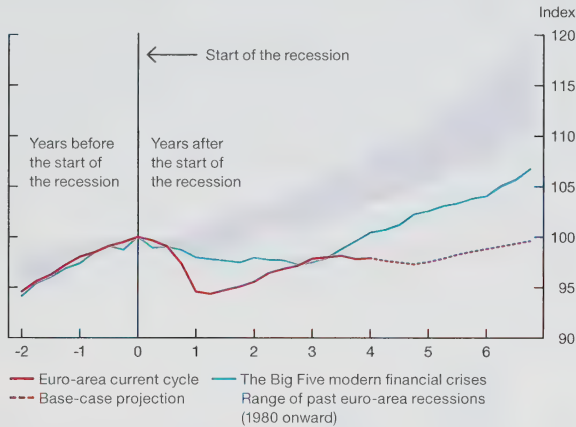
economies already in recession, real GDP and private domestic demand are below their pre-crisis peaks by about 2 per cent and 6 per cent, respectively. The adverse feedback loop between weakening economic activity and sovereign and banking sector vulnerabilities has intensified, rendering the task of fiscal consolidation even more challenging. Moreover, the worsening economic situation in the peripheral economies has begun to spread to the previously resilient core countries. Sentiment has deteriorated and, in June, purchasing managers' indexes were generally at a level consistent with a contraction in economic activity, even in the core economies.

*Euro-area GDP is projected to contract in the final three quarters of 2012*

Euro-area GDP is projected to contract in the final three quarters of 2012 (Chart 6). A very modest recovery is expected to begin in 2013, driven largely by a strengthening in exports supported by the low level of the euro and a

## Chart 6: Europe is stagnating

Euro-area real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data



Note: The Big Five modern financial crises, as described in Reinhart and Rogoff (2008), are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C.M. Reinhart and K.S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: Eurostat, Organisation for Economic Co-operation and Development, and Bank of Canada projections

gradual pickup in external demand. Domestic demand is forecast to act as a drag on growth in 2013 and to expand only modestly in 2014, in response to a slight improvement in confidence and some easing in financial conditions. Relative to the *April Report*, growth prospects in the euro area are weaker over the entire projection horizon, owing to more restrictive financial conditions, additional fiscal austerity measures and lower confidence.<sup>1</sup>

Despite subdued economic conditions, headline inflation in the euro area, at 2.4 per cent in June, has remained relatively elevated, partly reflecting increases in indirect taxes and administered prices. Underlying inflation pressures are expected to moderate over the projection horizon, owing to the impact of growing unused capacity and projected declines in commodity prices, although measured inflation will be held up somewhat by the effects of additional increases in indirect taxes and administered prices.

European policy-makers announced a number of new initiatives on 29 June designed to reinforce the monetary union and ease borrowing conditions for sovereigns.<sup>2</sup> Timely implementation of these significant measures, together with other substantive reforms, will likely be needed to continue to contain the crisis.

## United States

The U.S. economic expansion is continuing at a modest pace, with real GDP growing by 1.9 per cent in the first quarter of 2012, slightly weaker than expected at the time of the *April Report*. The profile for U.S. economic growth has been revised downward over the projection horizon, reflecting a

◀ The U.S. economic expansion is continuing at a modest pace

1 The downward revision to the outlook for growth in 2012 is masked by the positive surprise to GDP in the first quarter, as growth on an average annual basis is unchanged from the last *Report*.

2 See the 29 June Euro Area Summit Statement, available at <[http://consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/131359.pdf](http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131359.pdf)>.

more gradual improvement in labour market conditions, weaker external demand and the recent rise in the U.S. dollar. These influences are expected to more than offset the positive impact from the easing in U.S. monetary policy and lower oil prices.

U.S. real GDP is forecast to grow by slightly less than 2 per cent, on average, through the first half of 2013, in response to the restraining effects from fiscal consolidation, household deleveraging, modest growth in external demand and tight financial conditions (Chart 7). Economic growth is expected to strengthen thereafter, owing in part to a modest pickup in external demand.

*Fiscal consolidation is expected to have a significant dampening effect on U.S. economic growth*

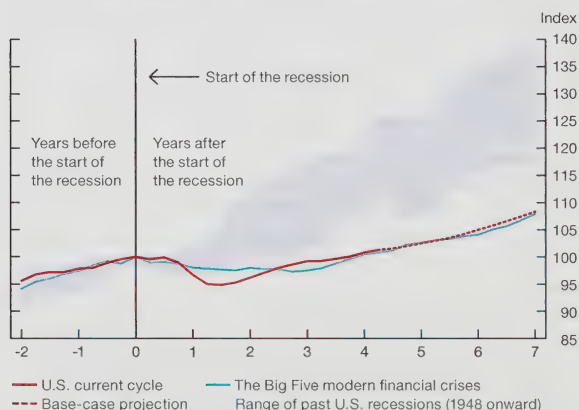
Fiscal consolidation is expected to have a significant dampening effect on U.S. economic growth over the projection horizon. In view of the considerable uncertainty regarding the pace of fiscal consolidation, the Bank's base-case scenario assumes that the fiscal drag will amount to roughly 1 percentage point in 2012 and 1.5 percentage points in 2013 and 2014 (Chart 8). However, a severe tightening of fiscal policy at the beginning of 2013 (the fiscal cliff) is built into current legislation, which could reduce U.S. real GDP growth next year by up to 4 percentage points if it is not amended.

In contrast, monetary policy is expected to remain highly accommodative throughout the projection horizon. The U.S. Federal Reserve has recently lengthened the duration of its program to extend the average maturity of its holdings of securities from June 2012 to the end of the year and continues to expect that economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate, at least through late 2014.

Growth in consumption is expected to remain modest over the projection horizon as households continue to rebuild their balance sheets in an environment of subdued labour market conditions, fiscal restraint and persistently weak house prices (Chart 9). The boost to real purchasing power from lower oil prices should provide some support to household spending, however.

**Chart 7: U.S. real GDP growth is projected to remain relatively modest compared with previous U.S. recoveries**

U.S. real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data



Note: The Big Five modern financial crises, as described in Reinhart and Rogoff (2008), are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C.M. Reinhart and K.S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, Organisation for Economic Co-operation and Development, and Bank of Canada projections

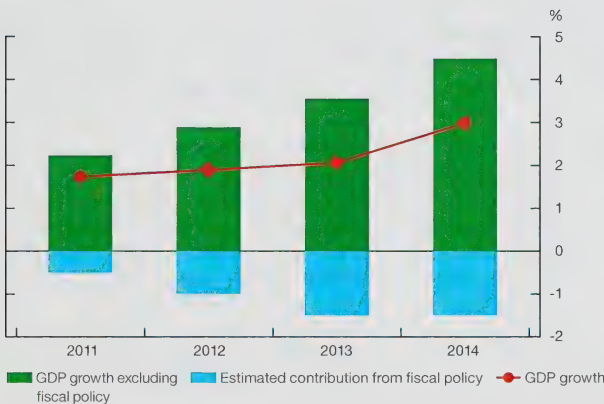


The U.S. housing market continues to be weak relative to previous recoveries. The demand for housing remains subdued in light of the tight underwriting standards for new mortgage origination, while the large overhang of unoccupied dwellings and homes in the foreclosure pipeline continues to restrain increases in both home-building and prices. Housing starts have picked up to above 700,000 units from a recessionary trough near 500,000 units, but remain well below the 1.7 million-unit average in the decade leading up to the crisis. Residential construction is expected to pick up further from these still-low levels, supported by an improvement in labour market conditions, a gradual easing in lending conditions and a reduction in the stock of vacant homes.

◀ *The U.S. housing market continues to be weak*

**Chart 8: Fiscal consolidation is projected to have a significant dampening effect on U.S. economic growth through 2014**

Annual data

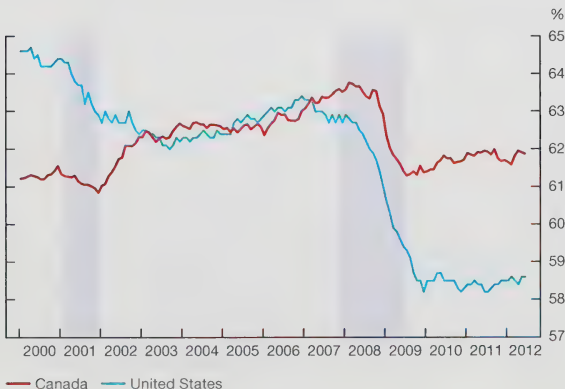


Note: The contribution of fiscal policy to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects on other components of aggregate demand.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 9: Subdued labour market conditions in the United States are expected to restrain the growth of consumption**

Ratio of employment to population, monthly data



Note: Shaded areas represent U.S. recessions.

Sources: U.S. Bureau of Labor Statistics and Statistics Canada

Last observation: June 2012

*U.S. business investment is projected to gain momentum*

Elevated vacancy rates and tight borrowing conditions are also restraining growth in non-residential construction. A modest recovery is projected to unfold in this sector beginning in 2013, as the effects from these factors gradually dissipate.

Growth in business investment in 2012 is projected to be somewhat constrained by uncertainty stemming from the fiscal debate in the United States and by the weaker global economy. Together with exports, business investment is nonetheless expected to continue to provide significant support to the U.S. economic expansion over the projection horizon. As the situation in Europe improves and the uncertainty regarding U.S. fiscal policy is resolved, business investment is projected to gain momentum, supported by strong corporate balance sheets and profits. Although growth in U.S. exports is expected to decelerate during 2012, owing to the impact of slowing demand from trading partners and the past appreciation of the U.S. real effective exchange rate, it is projected to strengthen starting in 2013 when global demand begins to recover.

In light of the subdued pace of the U.S. economic expansion, the amount of excess supply in the economy is expected to remain significant through 2014 and is projected to dampen underlying inflation pressures.

## Japan

Real GDP in Japan rose by 4.7 per cent in the first quarter of the year, significantly above expectations at the time of the *April Report*. The rebound in GDP growth reflects a marked increase in consumption supported by subsidies for the purchase of fuel-efficient motor vehicles, and a robust rise in public spending related to reconstruction. Exports also grew strongly, buttressed by further recovery from the impact of flooding in Thailand. With inflation remaining well below the official goal of 1 per cent, the Bank of Japan decided to expand the size of its Asset Purchase Program, postpone the targeted expiry date of the program by six months and purchase longer-dated government bonds.

*Japan's real GDP is expected to grow at a moderate pace*

Japan's real GDP is expected to grow at a moderate pace through 2013, supported by reconstruction activity and government stimulus programs. Growth in economic activity is projected to slow in 2014, however, owing to the drag from a planned increase in the value-added tax.<sup>3</sup> Growth in exports is projected to be restrained through 2014 by the elevated level of the yen and modest growth in foreign demand. Relative to the *April Report*, real GDP growth is expected to be stronger in 2012, but somewhat weaker thereafter.

*Economic growth in China is slowing to a greater degree than anticipated*

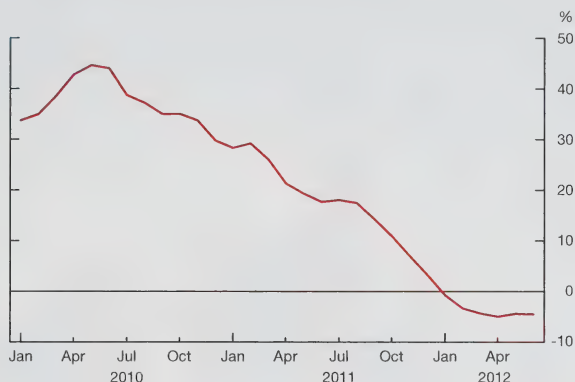
## Emerging-Market Economies

Economic growth in China is slowing to a greater degree than anticipated at the time of the *April Report* (Box 1). Real GDP growth moderated to 7.6 per cent on a year-over-year basis in the second quarter of 2012, the weakest result in more than three years. The past tightening in monetary and prudential policies has led to a broad deceleration in domestic demand, while weaker external demand, especially from Europe, has weighed on export growth. Inflation pressures are easing, with consumer price inflation falling to 2.2 per cent in June, owing mainly to a moderation in

<sup>3</sup> Japan's value-added tax will be increased from 5 per cent to 8 per cent in April 2014 and to 10 per cent in October 2015.

**Chart 10: Housing prices in China continue to decline**

Year-over-year growth rate of prices for existing (resale) apartments, monthly data



Sources: SouFun Holdings Ltd. and Embassy of Canada in China

Last observation: June 2012

food prices. Housing prices have also continued to soften on a year-over-year basis (Chart 10). In light of slowing economic growth and moderating price pressures, the People's Bank of China has continued to ease monetary policy, lowering the reserve requirement ratio for financial institutions by a total of 150 basis points since December and cutting its benchmark lending interest rate by a total of 56 basis points in the past two months. The fiscal stance has also been relaxed.

Real GDP in China is projected to average 7.8 per cent per year through 2014. This is a somewhat weaker profile than anticipated in the April Report. Growth in exports is expected to be restrained over 2012 by weak activity in advanced economies, especially in the euro area, but is projected to pick up in late 2013 and 2014, as the external environment improves. A slow rotation of demand away from exports and toward consumption is forecast over the projection horizon, facilitated by the government's announced plan to boost household spending and by a very modest appreciation of the real effective exchange rate. As a result, some limited progress in resolving global imbalances is expected over the projection horizon.

In other emerging-market economies, moderating external demand, past tightening in monetary policy, pressures on financial conditions from foreign bank deleveraging and, in some cases, stalled reform efforts, have led to a progressive deceleration in economic activity. In Brazil, economic growth was close to zero in the first quarter of 2012, while growth in India was the weakest it has been in a decade. In response to reduced prospects for growth, central banks in many emerging-market economies are reversing previous policy tightening and lowering policy interest rates. New fiscal stimulus measures are also being implemented in a number of countries. Economic growth is nevertheless projected to remain relatively subdued through the first half of 2013 and then to gradually pick up as the demand for exports strengthens in advanced economies. Relative to the April Report, real GDP growth is expected to be weaker over the projection horizon, owing to lower external demand.

Central banks in many emerging-market economies are reversing previous policy tightening

## Box 1

## Recent Developments in Emerging-Market Economies

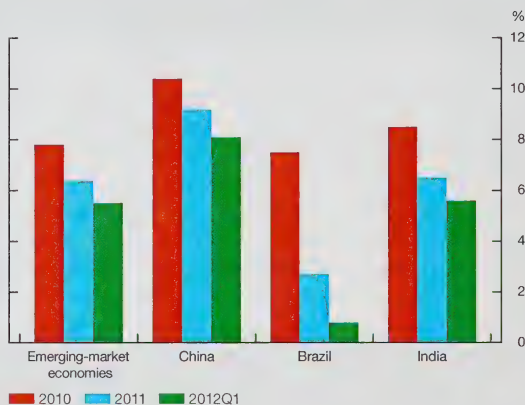
With advanced economies experiencing a relatively slow economic recovery typical of those following large financial crises, emerging-market economies (EMEs) have become key drivers of global economic growth. While growth in EMEs remains strong relative to that of advanced economies, recent data suggest that economic activity in many EMEs, most notably China, India and Brazil, has slowed markedly. Overall, GDP growth in EMEs fell to 5.5 per cent on a year-over-year basis in the first quarter of 2012, considerably less than the 6.4 per cent annual rate of growth registered in 2011 (**Chart 1-A**). While a slowdown was expected, its extent has surprised on the downside.

The slowdown in EMEs reflects both external and domestic factors. As anticipated in the *April Report*, weak demand in advanced economies is weighing on EME export growth, which declined to 7 per cent on a year-over-year basis in 2011, down from its pre-crisis average of 12 per cent.<sup>1</sup> Uncertainty surrounding the economic outlook in advanced economies is also contributing to negative confidence effects and volatile capital flows, leading to exchange rate depreciations and declines in equity prices.<sup>2</sup> Given the weak external environment, domestic demand in EMEs is expected to be the primary driver of economic growth. Consumption growth remains solid, supported by low unemployment and rising wages. However, investment growth is moderating in the larger EMEs, owing to the lagged effect of past monetary tightening and other policy measures intended to put investment on a more sustainable path. In China, for example, authorities have maintained tightening measures in the housing market and other specific sectors (such as steel and cement).<sup>3</sup> In other EMEs, such as India, the slow progress of structural reform is dampening business confidence and constraining growth in potential output.

In response to the slowdown in economic activity, authorities in EMEs have begun easing the stance of fiscal and monetary policies. New fiscal stimulus measures are being implemented in China and Brazil, and most EMEs have the capacity to engage in another round of limited stimulus,

**Chart 1-A: Growth in real GDP has slowed in emerging-market economies**

Year-over-year percentage change, annual and quarterly data



Note: Countries are weighted by their GDP shares based on International Monetary Fund estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2011.

Sources: J.P. Morgan; IMF, *World Economic Outlook*, April 2012; and Bank of Canada calculations

although there is less room to accommodate such measures than there was in 2008. Many EMEs have recently lowered policy interest rates, taking advantage of reduced inflation pressures. Structural reforms are also expected to play an important role in supporting the growth of sustainable domestic demand.

EMEs account for a small but growing share of Canada's exports (9 per cent). More importantly, however, demand from EMEs is the major driver of commodity prices and, hence, of Canada's terms of trade. A slowdown in commodity-intensive growth in EMEs, especially in China, would have a major impact on global commodity prices (**Chart 1-B**). EME members of the G-20 purchase almost 70 per cent of global iron ore imports and about half of copper, zinc and aluminum imports (**Chart 1-C**). The latter three metals make up most of Canada's base metal exports. Similarly, EMEs have accounted for virtually all of the additional demand for oil over the past several years. Thus, the weaker outlook for growth in EMEs has likely played a significant role in the recent drop in commodity prices. Looking through short-term concerns about economic growth, however, the Bank expects commodity prices to remain elevated over the medium term as the global economy recovers.

1 The declines in exports from EMEs to the euro area and China have been notable (China is the main importer of many EME commodities and intermediate goods).

2 Given its trade and financial links to the euro area, emerging Europe (Czech Republic, Hungary, Poland, Romania and Russia) is experiencing significant negative spillover effects from the ongoing sovereign debt crisis, particularly through euro-area bank deleveraging. In other emerging-market regions (emerging Asia and Latin America), credit growth remained strong in the first quarter of 2012.

3 Tightening measures targeted at the housing sector include increased down payments, a rise in mortgage rates and restrictions on the ownership of second homes.

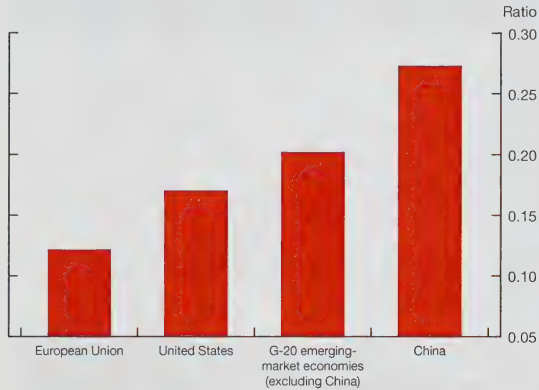
(continued...)



Box 1 (continued)

**Chart 1-B: Growth in emerging-market economies is more energy-intensive than in advanced economies**

Energy use per unit of GDP, 2009

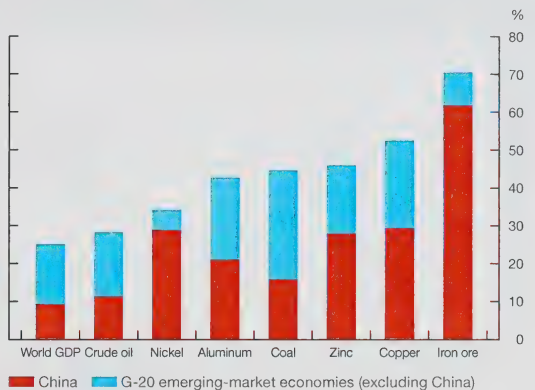


Note: Energy use per unit of GDP is measured as units of energy consumed (equivalent to a kilogram of oil) per unit of GDP converted to 2005 constant international dollars using purchasing-power-parity (PPP) rates (an international dollar has the same purchasing power over GDP as a U.S. dollar in the United States). Countries included in the emerging-market grouping are weighted by their GDP shares based on World Bank estimates of the PPP valuation of country GDPs for 2009.

Source: World Bank

**Chart 1-C: Emerging-market economies account for a large share of world commodity imports**

Percentage share of world GDP and world commodity imports, 2010



Sources: UN Comtrade; IMF, *World Economic Outlook*, April 2012; and Bank of Canada calculations

## Commodity Prices

Although elevated by historical standards (Chart 11), the prices of many commodities have declined since the *April Report*, in response to weakening world economic prospects. Global oil prices have registered the largest drop, falling by about 15 per cent since April. The latest futures curve suggests that Brent crude prices will decline gradually over the projection horizon, reflecting softer demand conditions combined with expectations of robust production from countries that are not part of the Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC). The spread between West Texas Intermediate (WTI) and Brent prices is projected to narrow from about US\$16 in the second quarter of 2012 to around US\$7 by the end of 2014, as additions to the pipeline network are expected to contribute to a partial resolution of oversupply conditions in the U.S. Midwest. Relative to the *April Report*, oil prices are expected to be substantially weaker through 2014, largely owing to diminished prospects for global demand (Chart 12).

Although natural gas prices have rebounded since the *April Report*, boosted by growing demand for electricity generation, they are still very low by historical standards. Based on the latest futures curve, natural gas prices are expected to continue to rise through 2014, similar to expectations in April (Chart 13).

Prices for most non-energy commodities have declined slightly since April and are generally projected to stay marginally below the levels anticipated at the time of the last *Report* through 2014. Slowing growth in demand from China and the situation in the euro area have put significant downward pressure on the prices of base metals, which is expected to continue until early 2013.

◀ *The prices of many commodities have declined*



**Chart 11: Commodity prices remain elevated by historical standards**

Bank of Canada commodity price index (BCPI) in real terms, 1972Q1 = 100, quarterly data

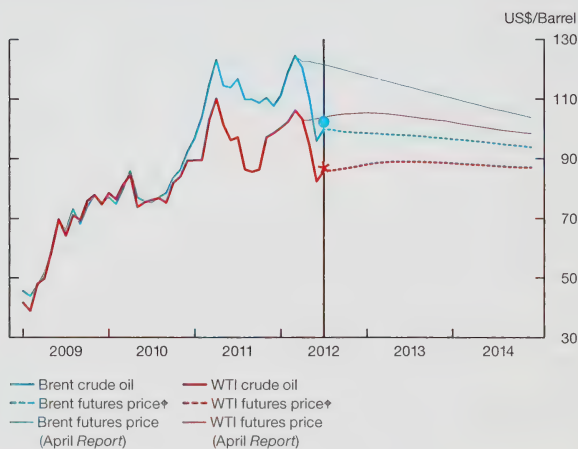


Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q2

**Chart 12: Prices for crude oil have fallen recently and are projected to remain below April expectations through 2014**

Monthly data



\* Spot price for WTI crude oil (13 July 2012)

● Front-month futures price for Brent crude oil (13 July 2012)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 July 2012

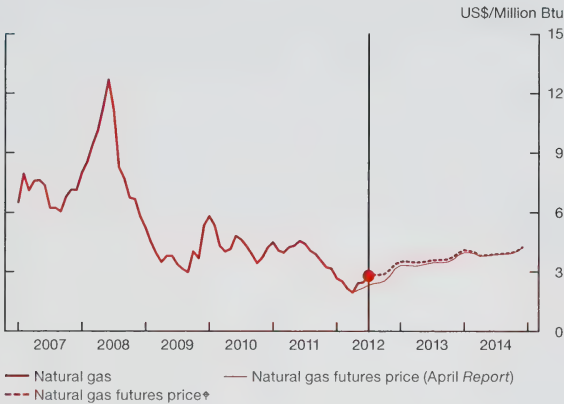
Note: Values for WTI crude oil prices in July 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 July 2012. Values for Brent crude oil prices in July 2012 are estimates based on the average front-month futures prices up to 13 July 2012.

Source: Bank of Canada

Prices for base metals are then projected to increase slowly, supported by the pickup in global economic growth. As recent severe weather conditions have reduced supply, prices for agricultural products are expected to remain elevated for the remainder of 2012 and to decline thereafter. Owing to the gradual pace of the recovery in the U.S. housing sector and a moderation in demand from China, prices for forestry products are expected to remain weak over the projection horizon.

**Chart 13: Prices for natural gas are expected to rise through 2014**

Monthly data



● Spot price for natural gas (13 July 2012)

◆ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 July 2012

Note: Values for natural gas prices in July 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 July 2012.

Source: Bank of Canada

## Implications for the Canadian Economy

Demand for Canada's exports remains modest: the foreign activity measure has recovered only slightly more than half of the decline recorded during the 2008–09 recession, largely owing to the weak U.S. recovery.<sup>4</sup> The foreign activity measure is expected to grow steadily over the projection horizon and to outpace the growth in trade-weighted foreign GDP as well as U.S. GDP (Chart 14), reflecting sustained momentum in U.S. business investment

▣ *The foreign activity measure is expected to grow steadily*

**Chart 14: The foreign activity measure is expected to grow at a stronger pace than trade-weighted foreign GDP**

Index: 2007Q4 = 100, quarterly data



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

<sup>4</sup> The foreign activity measure captures the composition of foreign demand for Canadian exports by including the components of U.S. private final domestic demand and economic activity outside of the United States.

spending and a gradual recovery in the U.S. housing market from depressed levels. The measure is projected to surpass its pre-recession level during the second half of 2013. Relative to the *April Report*, the expected profile of the foreign activity measure is nonetheless lower through 2014, with the downward revision to the outlook for global economic growth partly offset by the slightly more favourable composition of U.S. demand.

The methodology used to compute the Bank of Canada's commodity price index (BCPI) has recently been improved to incorporate more accurate commodity weights and an expanded basket of benchmark oil prices to better measure the prices received by Canadian oil producers (**Box 2**). These modifications highlight the growing share of crude oil output and the shift away from natural gas in the total value of Canadian commodity production.

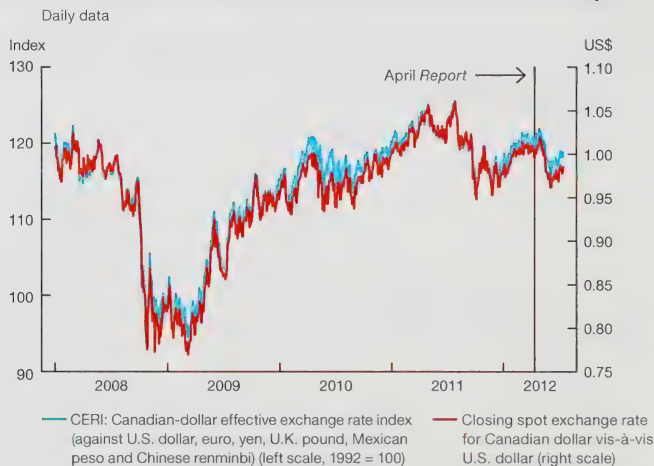
Based on the new methodology, the BCPI has declined by approximately 6 per cent since April. Prices for Western Canada Select have fallen by 22 per cent since the *April Report*, a larger decline than in global prices, as strong growth in production and temporary refinery and pipeline outages have led to excess supply. These developments have caused a deterioration in Canada's terms of trade. Over the projection horizon, the BCPI is expected to increase, reflecting a sustained rise in natural gas prices and a slight narrowing of the gap between the price for Brent crude and North American crude oil benchmarks. This is expected to have a positive impact on Canada's terms of trade.

*Prices for Western Canada Select have fallen by 22 per cent since the April Report*

## Canadian Dollar

The Canadian dollar has averaged 98 cents U.S. since the June fixed announcement date (**Chart 15**) and is assumed to remain at this level over the projection horizon, compared with the 101 cents U.S. assumed in the *April Report*.

**Chart 15: The value of the Canadian dollar has declined since the last Report**



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 13 July 2012

Box 2

## Improving the Bank of Canada Commodity Price Index

The Bank of Canada commodity price index (BCPI) contains 24 commodity prices that are significant for Canada. It is constructed using a Fisher chain methodology, and prices for individual commodities are weighted by their value in Canadian commodity production.<sup>1</sup> The BCPI is an important tool for assessing (i) economic activity in Canada's resource sector; (ii) aggregate commodity costs faced by Canadian producers; and (iii) Canada's terms of trade. The index has recently been improved with the incorporation of more accurate commodity weights and an expanded basket of benchmark oil prices.

### More accurate commodity weights

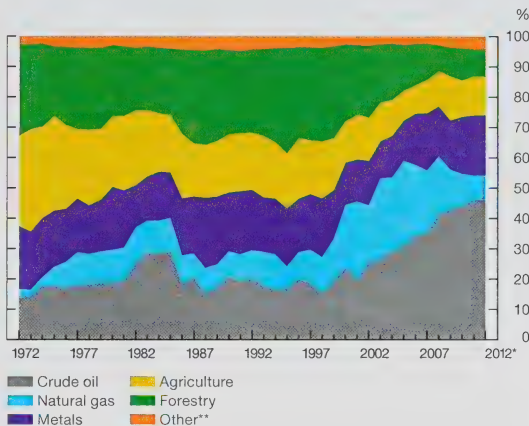
Most of the BCPI weights are constructed using data from input-output tables computed by Statistics Canada, which are only available with a four-year lag (currently up to 2008). Until now, the weights were held constant at their last historical values for those years where the input-output data were not yet available. To better reflect recent Canadian commodity production and to help reduce the size of annual historical revisions to the index, a procedure has been developed for estimating the weights for the most recent years. Specifically, the percentage change in Canadian production values (from which the weights are derived) is approximated by a figure representing the product of the annual percentage change in commodity prices and an estimate of the change in Canadian production volume.<sup>2</sup>

### An expanded basket of benchmark oil prices

The set of oil prices used in the construction of the BCPI has been expanded to better reflect the prices received by Canadian producers. These prices have recently diverged from global benchmark prices, owing to logistical constraints in the U.S. Midwest. In addition to the West Texas Intermediate (WTI) component, the BCPI now incorporates the Brent benchmark, a representative price for light oils produced offshore in Eastern Canada, and Western Canada

**Chart 2-A: The new weighting methodology for the BCPI highlights the increase in the share of oil in the past few years**

Value shares in Canadian commodity production, annual data



\* Estimated weights using new methodology

\*\* Defined as the aggregation of fisheries products and coal

Sources: Statistics Canada, Fisheries and Oceans Canada, Natural Resources Canada, and Bank of Canada calculations  
Last observation: 2012

Crude,<sup>3</sup> the benchmark price for heavy oils produced in Western Canada. Each crude oil benchmark is weighted according to its production value in the BCPI, using the estimation method described above.<sup>4</sup>

The effects of the updated weights and the expanded oil-price basket on the composition and level of the index

(continued...)

3 The Western Canada Crude Index is based on the Canadian Heavy Crude Oil (Net Energy) Index traded daily on the Chicago Mercantile Exchange. Since data for historical indexes are not available before October 2010, the series is back-casted using a combination of historical spot prices for Western Canada Select and the historical growth rate of the West Texas Intermediate benchmark.

4 For 2012, the relative weights of the crude oil components are 52 per cent for West Texas Intermediate (WTI), 36 per cent for Western Canada Crude and 11 per cent for Brent. The WTI component includes both conventional light oils and synthetic light oils (upgraded bitumen) produced in Western Canada. The small weight attributed to Brent reflects the limited share of eastern offshore oil production in the total volume of Canada's oil production. Brent is representative of a much higher share of the mix of crude oil imported into Canada, however, making it an important determinant of Canada's terms of trade.

1 For more information, see I. Kolet and R. Macdonald, "The Fisher BCPI: The Bank of Canada's New Commodity Price Index," Discussion Paper No. 2010-6, Bank of Canada, 2010.

2 Production volumes are proxied using available data from a variety of official sources, including Statistics Canada, Natural Resources Canada and the National Energy Board.

## Box 2 (continued)

over recent years are significant, with the new weights accounting for the bulk of the revisions. The modifications highlight how the value of Canadian commodity production is increasingly driven by crude oil output, with the weight assigned to oil rising from 41 per cent in 2008 to 46 per cent in 2011 (**Chart 2-A**). At the same time, the substantial decline in natural gas prices has led to an important shift away from natural gas in the composition of the energy commodities produced in Canada. The larger share of oil in the index, in combination with a greater weight on metals and minerals, has led to a positive revision to the level of the BCPI; this revision averaged close to 10 per cent in 2011 (**Chart 2-B**).

### Chart 2-B: The new weights have led to a positive revision to the level of the BCPI over recent years

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



Note: Values in July 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 13 July 2012.

Source: Bank of Canada

Last observation: 13 July 2012



# Canadian Economy

While global headwinds are restraining Canadian economic activity, domestic factors are expected to support moderate growth in Canada. The Bank expects the Canadian economy to grow at a pace roughly in line with its production potential in the near term, before picking up through 2013. The Bank continues to anticipate that, over the projection horizon, the expansion will be driven mainly by growth in consumption and business investment, reflecting very stimulative domestic financial conditions. Housing activity is expected to slow from record levels. Canadian exports are projected to remain below their pre-recession peak until the beginning of 2014, reflecting the dynamics of foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

This outlook for the Canadian economy is weaker over the near term than anticipated in the *April Report*. The projected growth in household expenditures and business investment has been revised somewhat lower, largely owing to the reintensification of external headwinds, notably the effects of lower commodity prices on Canadian incomes and wealth. The projected growth in exports is also weaker than in the *April Report*, in line with the more subdued outlook for foreign demand. As a result, the Canadian economy is expected to continue to operate with a small amount of slack for somewhat longer than previously anticipated.

The Bank continues to forecast that core inflation will remain around 2 per cent over the projection horizon as the economy operates near its production potential, the growth of labour compensation stays moderate and inflation expectations remain well anchored. Reflecting lower prices for gasoline, total CPI inflation is expected to remain noticeably below the 2 per cent target over the coming year, before returning to target around mid-2013.

## Financial Conditions

Despite the deterioration in global financial conditions, the supply and price of credit for businesses and households in Canada remain very stimulative (Chart 16), providing important ongoing support to the economic expansion.

Canadian financial markets have remained resilient in recent months, although they have been affected by heightened risk aversion and volatility in global markets. Most notably, the S&P/TSX Composite Index has declined by roughly 10 per cent from its first-quarter peak and volatility has increased (Chart 17). Credit spreads on Canadian corporate bonds have also widened

◀ *The Bank expects the Canadian economy to grow at a pace roughly in line with its production potential in the near term, before picking up through 2013*

◀ *Core inflation is projected to remain around 2 per cent*

◀ *Total CPI inflation is expected to remain noticeably below the 2 per cent target over the coming year, before returning to target around mid-2013*

◀ *The supply and price of credit for businesses and households in Canada remain very stimulative*

**Chart 16: Borrowing costs for businesses and households remain at exceptionally low levels**

Weekly data

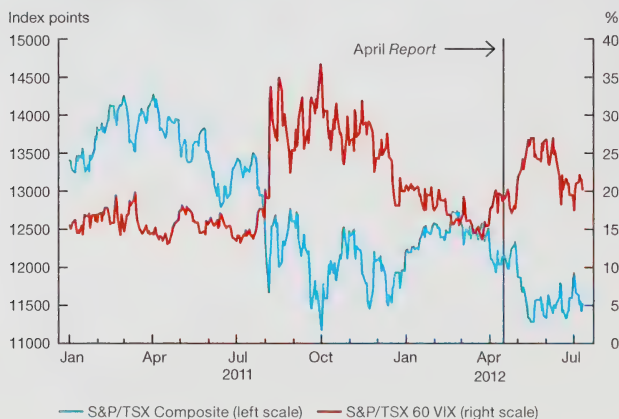


Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 13 July 2012

**Chart 17: Since the last Report, equities have declined while volatility has increased**



Note: The S&P/TSX 60 covers approximately 73 per cent of Canada's equity market capitalization.

The S&P/TSX 60 VIX is a measure of the 30-day implied volatility obtained from options contracts on the S&P/TSX 60 Index.

Source: Bloomberg

Last observation: 13 July 2012

somewhat, although all-in yields have fallen as yields on Canadian government bonds have declined to record lows, and the volume of bond issuance has remained robust.

Canadian banks continue to be well positioned to lend, with ready access to relatively low-cost funding across the term structure in both Canadian and foreign currencies. The Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > SLOS 2012Q2) and the balance of opinion of Canadian firms surveyed in the

Canadian banks continue to be well positioned to lend

**Chart 18: Survey results suggest that credit conditions for Canadian firms remain very stimulative**

Balance of opinion



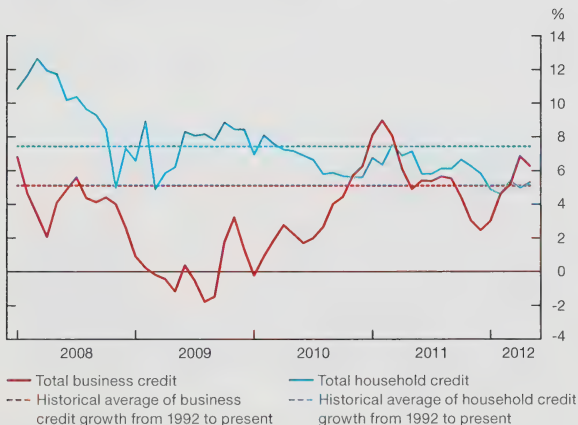
- a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions
- b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus the percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q2

**Chart 19: The growth of business credit has firmed, while household credit growth has slowed somewhat**

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Last observation: May 2012

Bank's summer *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Summer 2012) together suggested little change in business lending conditions in recent months, following several quarters of persistent easing (Chart 18).

In the context of these broadly favourable financing conditions for Canadian firms, the growth of overall business credit has picked up to a rate above its historical average (Chart 19). Growth in short-term business credit has been

*Household credit continues to be readily available at near-record low rates*

■

particularly strong, while growth in long-term business credit has remained moderate. These developments are consistent with the ongoing solid growth in business investment and the ample availability of internal funds owing to the strong balance-sheet positions of non-financial firms.

Although household credit also continues to be readily available at near-record low rates, the pace of growth in household credit has slowed somewhat since the latter part of 2011 (Chart 19). Nonetheless, this follows an extended period of rapid growth in household credit, and the particularly strong activity in the housing market seen early in 2012 suggests some re-acceleration in mortgage credit in the near term.<sup>5</sup>

Compared with the unusually rapid pace observed in late 2011, growth in the narrow monetary aggregates has moderated in recent months, consistent with reduced liquidity preference. Growth in the broad monetary aggregates has been moderate over the same period, suggesting relatively subdued inflation pressures ahead.

## Estimated Pressures on Capacity

*The Canadian economy continues to operate with a small amount of spare capacity*

►

The Canadian economy continues to operate with a small amount of spare capacity. Real GDP grew by 1.9 per cent in the first quarter of 2012 and is estimated to have grown at a similar pace in the second quarter, both broadly in line with the estimated growth of the economy's production potential, thus maintaining the small degree of economic slack that existed at the end of 2011. This was a somewhat softer pace of growth than the Bank had expected, however, largely reflecting slightly weaker consumption and business investment, as well as temporary factors such as disruptions in the energy sector. As a result, economic slack was not absorbed through the first half of 2012 as previously projected, with the level of real GDP in the second quarter 0.4 per cent below the level anticipated in the April Report. These dynamics are reflected in the evolution of the Bank's conventional measure of the output gap, which has been broadly stable in recent quarters at around -0.5 per cent (Chart 20).

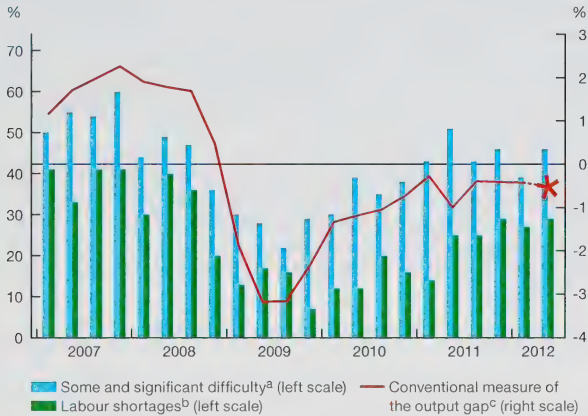
Taken together, other indicators of pressures on capacity also point to the persistence of a small degree of slack in the Canadian economy. Responses to the Bank's *Business Outlook Survey* in recent quarters have shown that the proportion of firms that would have difficulty responding to an unexpected increase in demand has stayed close to its historical average, while the proportion of firms reporting labour shortages in the Bank's summer *Business Outlook Survey* has remained somewhat below its historical average. Despite notable increases in employment in March and April, the unemployment rate has remained close to the levels prevailing around mid-2011 (Chart 21), and the proportion of involuntary part-time workers continues to be elevated.

*On balance, the Bank judges that the economy was operating at roughly half of a per cent below its production capacity in the second quarter of 2012*

■

On balance, the Bank judges that the economy was operating at roughly half of a per cent below its production capacity in the second quarter of 2012. This is the same degree of slack as estimated in the first quarter, and is slightly greater than had been anticipated in the April Report for the second quarter.

5 There is usually a lag of one to six months between the sale of a house and the reporting of the transaction in mortgage credit statistics, which reflects the time period between the finalization of the sale and when the homeowner takes possession of the unit.

**Chart 20: A small amount of excess supply remains in the Canadian economy**

- a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
- b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.
- c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the second quarter of 2012 (indicated by **X**) is based on a projected increase in output of 1.8 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q2

**Chart 21: Despite employment gains, labour indicators are consistent with some slack**

Monthly data



Source: Statistics Canada

Last observation: June 2012



## The Real Economy

On an average annual basis, real GDP growth is forecast to increase slightly from 2.1 per cent in 2012 to 2.3 per cent in 2013 and 2.5 per cent in 2014

The Bank expects the Canadian economy to grow at a pace roughly in line with its production potential in coming quarters, before picking up thereafter (Chart 22). On an average annual basis, real GDP growth is forecast to increase slightly from 2.1 per cent in 2012 to 2.3 per cent in 2013 and 2.5 per cent in 2014 (Table 2). This outlook for growth is weaker over the near term than in the April Report (Table 3).

The Bank continues to anticipate that consumption and business fixed investment will be the primary drivers of growth in real GDP over the projection horizon, supported by accommodative domestic financial conditions (Chart 23). Following surprising recent strength, housing investment is expected to slow, contributing to a more balanced composition of economic

**Table 2: Contributions to average annual real GDP growth**  
Percentage points<sup>a</sup>

	2011	2012	2013	2014
Consumption	1.4 (1.3)	1.1 (1.3)	1.2 (1.3)	1.2 (1.2)
Housing	0.2 (0.2)	0.4 (0.3)	0.0 (0.2)	0.0 (0.1)
Government	0.1 (0.2)	-0.3 (0.0)	0.3 (0.1)	0.3 (0.1)
Business fixed investment	1.4 (1.5)	0.5 (0.9)	0.8 (0.7)	0.8 (0.7)
<b>Subtotal: Final domestic demand</b>	<b>3.1 (3.1)</b>	<b>1.7 (2.5)</b>	<b>2.3 (2.3)</b>	<b>2.3 (2.1)</b>
Exports	1.4 (1.3)	1.3 (1.7)	1.0 (1.1)	1.4 (1.3)
Imports	-2.2 (-2.1)	-0.9 (-1.5)	-0.9 (-1.0)	-1.2 (-1.2)
<b>Subtotal: Net exports</b>	<b>-0.8 (-0.7)</b>	<b>0.4 (0.2)</b>	<b>0.1 (0.1)</b>	<b>0.2 (0.1)</b>
Inventories	0.1 (0.1)	0.0 (-0.3)	-0.1 (0.0)	0.0 (0.0)
<b>GDP</b>	<b>2.4 (2.5)</b>	<b>2.1 (2.4)</b>	<b>2.3 (2.4)</b>	<b>2.5 (2.2)</b>
<b>Memo items:</b>				
Potential output	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.2 (2.2)
Real gross domestic income (GDI)	3.8 (3.7)	1.6 (2.2)	2.3 (2.5)	2.3 (2.4)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April 2012 Monetary Policy Report. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2011 Monetary Policy Report.

**Table 3: Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>**

	2011	2012				2013				2014			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	1.9 (1.8)	1.9 (2.5)	1.8 (2.8)	2.0 (2.4)	2.3 (2.5)	2.3 (2.5)	2.4 (2.2)	2.6 (2.3)	2.7 (2.2)	2.5 (2.2)	2.3 (2.2)	2.2 (2.2)	2.2 (2.2)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	1.8 (2.0)	2.5 (2.7)	1.9 (2.3)	2.0 (2.5)	2.1 (2.5)	2.3 (2.4)	2.4 (2.4)	2.5 (2.3)	2.6 (2.2)	2.6 (2.2)	2.4 (2.2)	2.3 (2.2)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (1.9)	1.9 (1.8)	1.9 (1.8)	1.9 (1.8)	2.0 (2.1)	2.0 (2.1)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.6 (2.6)	2.4 (2.4)	1.7 (2.0)	1.2 (2.2)	1.6 (2.2)	1.5 (2.1)	1.5 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.5 (2.5)	2.2 (2.3)	1.6 (1.9)	1.1 (2.1)	1.5 (2.1)	1.5 (2.1)	1.6 (2.0)	2.1 (2.0)	2.1 (2.0)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI <sup>b</sup> (level)	94 (94)	103 (103)	93 (103)	86 (104)	87 (105)	88 (105)	89 (105)	89 (104)	89 (103)	88 (102)	88 (101)	87 (99)	87 (99)
Brent <sup>b</sup> (level)	109 (109)	118 (118)	109 (122)	100 (121)	99 (119)	98 (117)	98 (115)	98 (113)	97 (112)	96 (110)	96 (108)	95 (106)	94 (104)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April 2012 Monetary Policy Report.

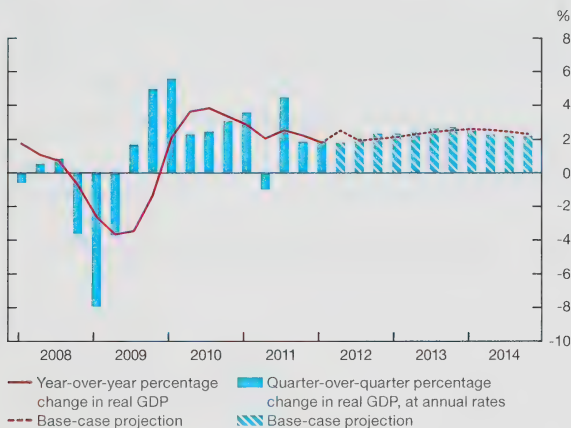
b. Assumptions for the prices of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 July 2012

growth than has been seen in recent quarters. Overall, the outlook for domestic demand is weaker than in the *April Report*, although the revisions are relatively small, since Canadian business sentiment and household confidence have held up relatively well despite rising global uncertainty (Chart 24). The Bank continues to expect little contribution to economic growth from net exports over the forecast horizon, with roughly offsetting downward revisions to exports and imports in this projection.

While growth in household spending has been moderate in recent quarters, it has been disproportionately supported by housing investment, which is around historical highs and showing signs of overbuilding. The growth of consumption has slowed, together with the growth of disposable income, but housing investment has strengthened further, with both the construction

▣ *The growth of consumption has slowed, but housing investment has strengthened further*

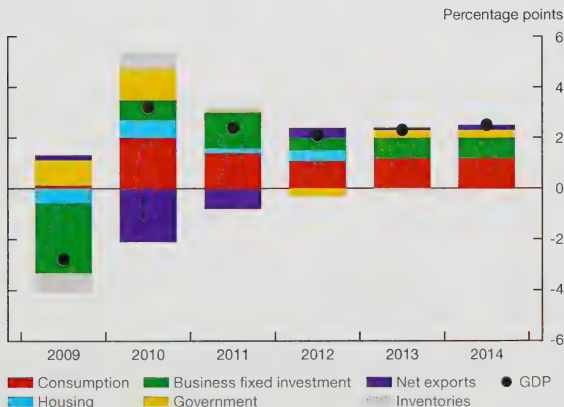
**Chart 22: Real GDP is expected to grow at a moderate pace**



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

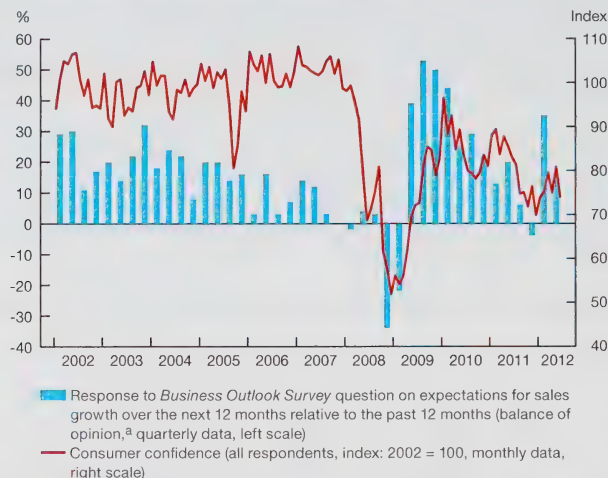
**Chart 23: Private domestic demand is projected to account for most of Canada's economic growth**

Contributions to real GDP growth



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 24: Despite external events, consumer confidence and business sentiment have held up in recent months**



a. Percentage of firms expecting faster growth minus the percentage expecting slower growth

Sources: Conference Board of Canada and Bank of Canada

Last observations: 2012Q2 and June 2012

**Chart 25: New construction of multiple-family dwellings is contributing importantly to housing activity**

Housing starts, quarterly data



Sources: Canada Mortgage and Housing Corporation and Bank of Canada calculations

Last observation: 2012Q2

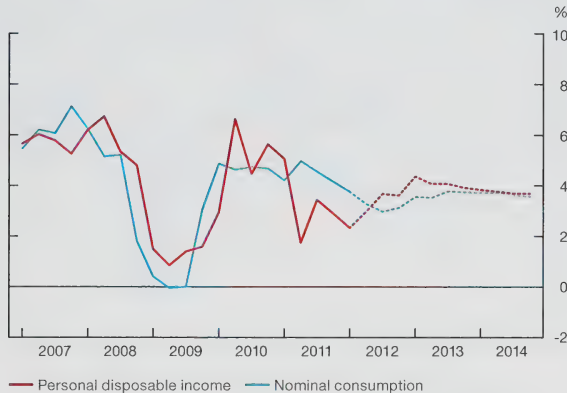
The household debt-to-income ratio has continued to rise

of new multiple-family dwellings (Chart 25) and renovation activity expanding robustly. In this context, the household debt-to-income ratio has continued to rise, reaching a record high in the first quarter of 2012.

The Bank anticipates that growth in household expenditures will rely less on housing investment over the projection horizon. Growth in consumption is expected to rebound slightly from its modest pace through the first half of 2012, growing at a rate just below that of disposable income through 2014

**Chart 26: Moderate growth in personal disposable income is expected over the projection horizon**

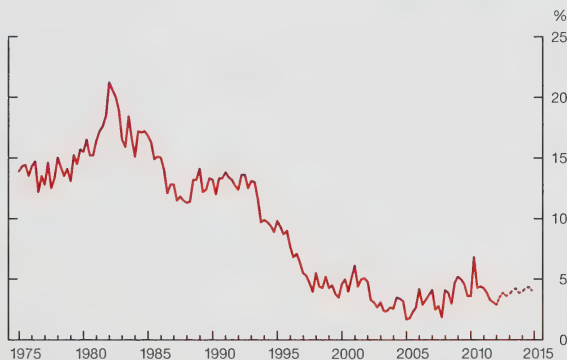
Year-over-year percentage change, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 27: The personal savings rate is expected to rise slightly but to remain low**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

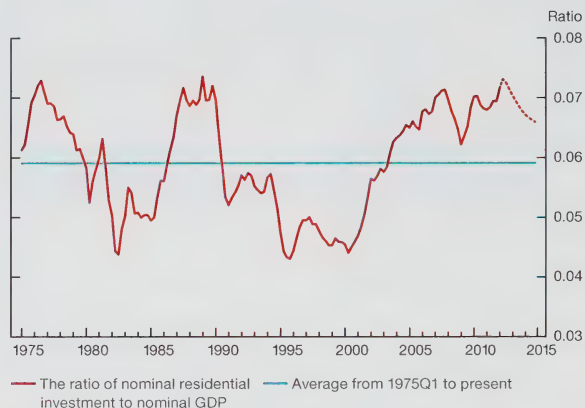
(Chart 26), resulting in a slight increase in the personal savings rate (Chart 27). In contrast, housing investment is projected to slow, with its share of the overall economy moderating somewhat from the current unusually elevated level (Chart 28). In this regard, the additional prudent and timely measures recently announced by federal authorities are expected to contribute to a more sustainable evolution of housing market activity in Canada.<sup>6</sup>

◀ *Housing investment is projected to slow*

<sup>6</sup> The federal government announced four measures for new government-backed insured mortgages with loan-to-value ratios of more than 80 per cent, effective 9 July. The new measures: (i) reduce the maximum amortization period to 25 years from 30 years; (ii) lower the maximum amount Canadians can borrow when refinancing to 80 per cent from 85 per cent of the value of their homes; (iii) fix the maximum gross debt-service ratio at 39 per cent and the maximum total debt-service ratio at 44 per cent; and (iv) limit the availability of government-backed insured mortgages to homes with a purchase price of less than \$1 million.

**Chart 28: The share of residential investment in GDP is expected to moderate somewhat from its high level**

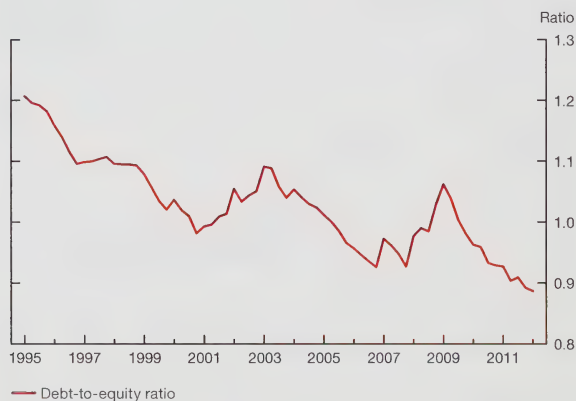
Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 29: With leverage at historic lows, non-financial firms remain well positioned to invest**

Quarterly data



Source: Statistics Canada

Last observation: 2012Q1

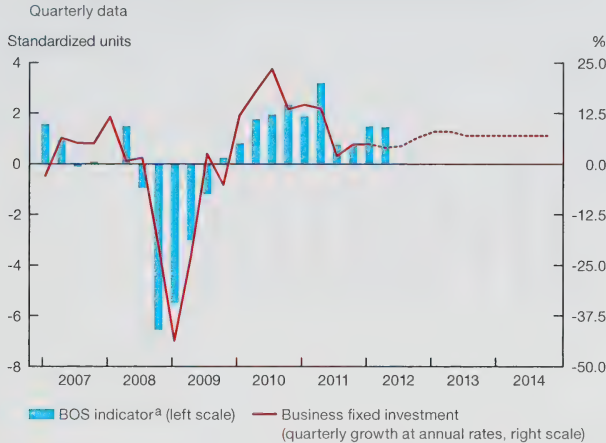
The outlook for growth in household expenditures is slightly weaker in this projection than in the *April Report*, owing in part to the impact of the more subdued global economic and financial environment on Canadian incomes and wealth. Despite the lower forecast for household spending, however, the Bank continues to expect further increases in the household debt-to-income ratio in coming quarters.

The Bank continues to forecast solid growth in business fixed investment over the projection horizon. This reflects the strong financial positions of Canadian firms (Chart 29), favourable credit conditions and the strong Canadian dollar, as well as the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive. This forecast is consistent with the positive

*The Bank continues to forecast solid growth in business fixed investment*



**Chart 30: Business fixed investment is projected to grow solidly, consistent with responses to the Bank's *Business Outlook Survey***



a. This underlying measure is a summary of the responses to all of the BOS questions. See L. Pichette and L. Rennison, "Extracting Information from the *Business Outlook Survey*: A Principal-Component Approach," *Bank of Canada Review* (Autumn 2011): 21–28.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

responses to the Bank's summer *Business Outlook Survey* (Chart 30). Relative to the April Report, the projected profile for business investment is less robust, partly reflecting recent sharp declines in commodity prices and the more subdued global economic outlook. Nonetheless, with the level of commodity prices expected to stay elevated, the outlook for major investments in the resource sector remains strong.

Government spending is projected to subtract from real GDP growth in 2012. This drag on economic growth is larger than in the April Report, as significant further downward revisions to national accounts estimates of government expenditures in recent quarters suggest a more rapid unwinding of the fiscal stimulus measures enacted during the recession than previously estimated. Modest contributions to growth are expected in 2013 and 2014, although these contributions are projected to be considerably weaker than has been typical historically (Chart 31), in line with the plans of federal and provincial governments to consolidate spending.

The recovery in net exports is expected to remain weak. Growth in Canada's exports is projected to remain moderate despite steady growth in foreign activity (Chart 14), owing to ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar (Box 3). As a result, the level of Canada's exports is not forecast to regain its pre-recession peak until the beginning of 2014 (Chart 32). Growth in imports is expected to be more moderate than previously anticipated, largely as a result of the weaker near-term outlook for consumption and business investment in Canada. Overall, as in the April Report, the projected contribution from net exports to real GDP growth is marginal.

Given the above projection for real GDP, the Canadian economy is expected to reach full capacity in the second half of 2013, thus operating with a small amount of slack for somewhat longer than previously anticipated.

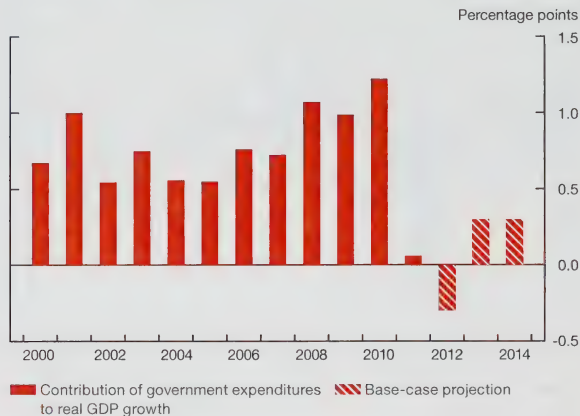
◀ Relative to the April Report, the projected profile for business investment is less robust

◀ The recovery in net exports is expected to remain weak

◀ The Canadian economy is expected to reach full capacity in the second half of 2013

**Chart 31: The contribution of government spending to real GDP growth is expected to be modest**

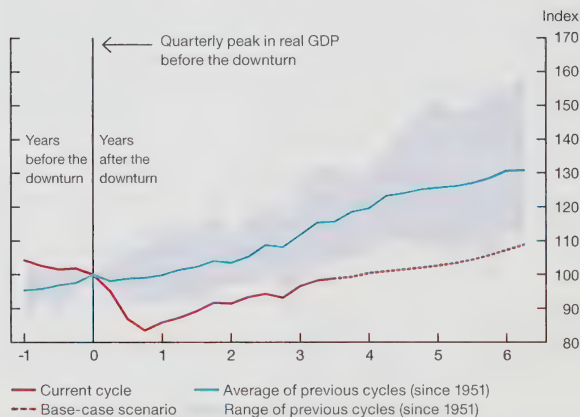
Annual data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 32: The recovery in exports is expected to remain weak**

Comparison of real exports across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

## Box 3

## Canada's Share of the Global Export Market

Canada's global market share of goods exports has declined markedly in recent years, from a peak of 4.5 per cent in 2000 to 2.7 per cent in 2010 (**Chart 3-A**). While Canadian firms have been facing competitiveness challenges resulting from the persistent strength of the Canadian dollar and poor productivity performance relative to major trade competitors, other factors, such as to whom Canada sells its products and the products it sells, have also significantly affected the performance of Canadian exports. These trends are in the context of the further opening of world trade among emerging and developing economies, which has intensified global competitive pressures.

The structure of the geographic market to which Canada exports, with a large weight on the relatively slow-growing U.S. market, and a small weight on other economies, particularly the relatively fast-growing emerging-market economies, has exerted the majority of the overall net negative impact on Canadian exports (roughly three-quarters of the total net impact, **Table 3-A**).<sup>1</sup> Competitiveness effects have also accounted for a significant portion of the decline in Canada's share of the world market, with adverse effects registered in most product categories.<sup>2</sup> In this regard, the competitiveness of Canadian firms was eroded by a substantial deterioration in their relative unit labour costs. On the other hand, the structure of the product market for Canadian exports,

with a higher concentration in energy and non-energy commodities and automotive products than the world average, has provided support to Canada's global market share.

Competitiveness challenges and the lack of diversification in trading partners will likely remain key issues for Canadian exports over the projection horizon.

**Chart 3-A: Exports of goods**

Sources: UN Comtrade and Bank of Canada calculations

Last observation: 2010

- 1 D. de Munnik, J. Jacob and W. Sze, "The Evolution of Canada's Global Export Market Share," Bank of Canada Working Paper (forthcoming), assess the role of competitiveness as well as that of the product and geographic market structure in explaining changes in Canada's world export market share since 1990.
- 2 However, Canada's exports benefited from positive competitiveness effects in energy commodities, reflecting the substantial increase in Canadian crude oil production, together with expanded pipeline capacity to U.S. markets.

**Table 3-A: Explaining the difference between the growth of Canada's exports and world exports**

In percentage points

Annual average	Difference between the growth of Canadian and world exports	Competitiveness effect <sup>a</sup>	Structure effect		
			Product effect <sup>b</sup>	Geographic market effect <sup>c</sup>	Mixed effect <sup>d</sup>
2001-10	-4.8	-1.7	1.1	-3.7	-0.5

- a. The competitiveness effect is the change in export market share removing the effects of Canada's geographic and product export structure.
- b. The product effect measures the contribution of the composition of Canada's export products to changes in its global market share. It is the change in the aggregate export share that would have occurred if Canada's share had remained constant in each product market.
- c. The geographic market effect measures the contribution of the composition of Canada's geographic export market to changes in its global market share. It is the change in the aggregate export share that would have occurred if Canada's share had remained constant in each geographic market.
- d. The mixed effect is a residual that reflects the interaction between the product and geographic market effects.

Inflation expectations  
remain well anchored

Core inflation is forecast to  
remain around 2 per cent

## Inflation

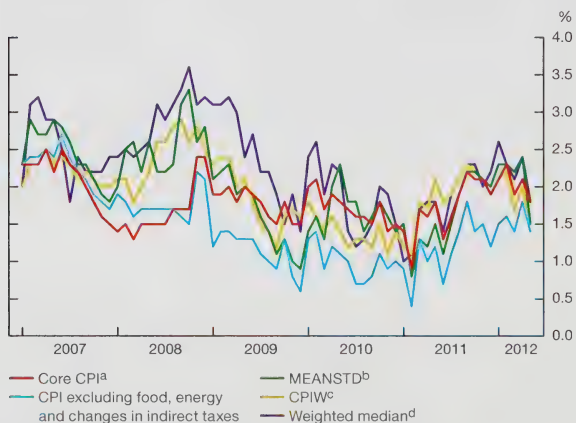
Inflation expectations remain well anchored. The July Consensus Economics forecasts for total CPI inflation in 2012 and 2013 were 1.9 per cent and 2.0 per cent, respectively. As reported in the Bank's summer *Business Outlook Survey*, almost all firms surveyed expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent inflation-control range. Market-based measures of longer-term inflation expectations also continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target.

Core CPI inflation averaged 2.0 per cent in April and May, down slightly from 2.1 per cent in both the fourth quarter of 2011 and the first quarter of this year. Alternative measures of core inflation have also been clustered around 2 per cent in recent months (Chart 33). Core inflation is forecast to remain around 2 per cent over the projection horizon (Chart 34), as the economy operates near its production potential and inflation expectations stay well anchored. Despite the recent pickup in the growth of wages on a monthly basis (Chart 35), growth in labour compensation is expected to remain moderate and thus contribute to the projected stability in inflation. Some monthly volatility in core inflation can also be expected in the near term, primarily as a result of the unusually sharp movements in prices for motor vehicles observed a year ago. Over the projection horizon, the indirect effects associated with the restoration of the provincial sales tax in British Columbia are expected to have a minor effect on core inflation.<sup>7</sup>

Total CPI inflation averaged 1.6 per cent in April and May, down from an average of 2.4 per cent in the first quarter. This was a larger decline than the Bank had expected, primarily reflecting the impact of the sharper-than-anticipated

**Chart 33: Alternative measures of core inflation have been clustered around 2 per cent**

Alternative measures of core inflation, year-over-year percentage change, monthly data



- Excludes eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components
- Weighted average of the cross-sectional distribution of price changes that has been trimmed to exclude values further than 1.5 standard deviations from the average and the effect of changes in indirect taxes
- Adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability and is adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes
- Percentage change in the CPI component at the midpoint of the cross-sectional distribution of weighted price variations, adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada

Last observation: May 2012

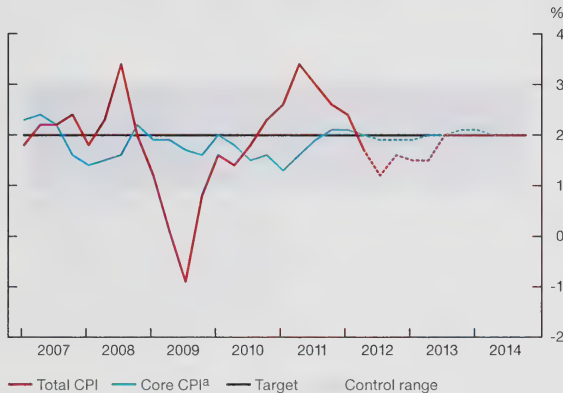
<sup>7</sup> See the April 2012 *Monetary Policy Report*.

declines in world oil prices on gasoline prices in Canada. With futures prices suggesting the persistence of lower oil prices than had been anticipated at the time of the *April Report*, the Bank now expects total CPI inflation to remain noticeably below the 2 per cent target over the coming year before returning to the target around mid-2013.

■ *The Bank now expects total CPI inflation to remain noticeably below the 2 per cent target over the coming year before returning to the target around mid-2013*

**Chart 34: Core CPI inflation is expected to be steady, while total CPI inflation in Canada is projected to remain noticeably below 2 per cent over the coming year**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Note: Dotted lines indicate projections.

a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 35: Increases in labour compensation have generally been moderate in recent quarters**

Quarterly data



Note: The 2012Q2 number for the effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements is approximated by April data.

Sources: Statistics Canada and Human Resources and Skills Development Canada

Last observations: 2012Q1 and 2012Q2

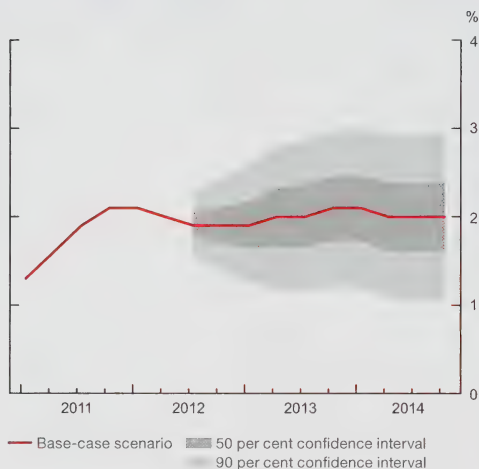


This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 36** and **Chart 37** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the third quarter of 2012 to the end of 2014.

**Chart 36: Projection for core CPI inflation**

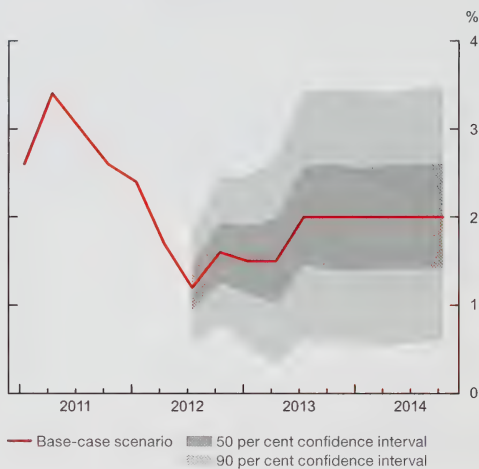
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

**Chart 37: Projection for total CPI inflation**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

## Risks to the Outlook

---

The inflation outlook in Canada is subject to significant risks. In particular, the Bank's projection assumes that authorities in Europe are able to contain the ongoing crisis, although this assumption is clearly subject to downside risks.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher global inflationary pressures, stronger Canadian exports and stronger momentum in Canadian household spending.

- Global inflationary pressures could be more persistent than currently projected if potential output in advanced economies is lower than anticipated or if agricultural and other commodity prices are stronger than projected.
- Growth in Canadian exports could be stronger than expected, and more in line with the anticipated growth in foreign activity, if Canadian exporters improve their competitiveness more rapidly than currently assumed.
- Residential investment in Canada has surprised on the upside, reaching record-high levels, and could have more momentum than currently projected.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to the European crisis, weaker global momentum and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

- Failure to contain the crisis in Europe is the most serious risk facing the global and Canadian economies. The effects on Canada through financial, confidence and trade channels would be substantial, given the size and importance of the euro area to the global economy.
- Demand for Canadian exports could be weaker than expected if authorities in the United States do not smooth the path of fiscal consolidation to avoid the fiscal cliff or if the slowdown in emerging-market economies is greater than expected.
- Continuing high household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.



- Le lourd endettement persistant des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'attendu des dépenses de ceux-ci. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.
- Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

# Les risques entourant les perspectives

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. En particulier, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité de pressions inflationnistes plus fortes au sein de l'économie mondiale, d'une plus grande robustesse des exportations canadiennes et d'un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens.

- Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus tenaces qu'on ne l'envisage en ce moment si la production potentielle dans les économies avancées est plus basse que projeté ou si les prix des produits agricoles et les cours d'autres produits de base sont plus fermes qu'anticipé.

- L'expansion des exportations canadiennes pourrait être plus vigoureuse qu'attendu et se rapprocher de la croissance prévue de l'activité à l'étranger si les exportateurs canadiens améliorent leur compétitivité plus rapidement qu'on ne l'entrevoit présentement.

- L'investissement résidentiel au Canada a dépassé les attentes, atteignant des niveaux records, et pourrait afficher un rythme de progression plus prononcé qu'on ne le projette actuellement.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à un moindre dynamisme de l'économie mondiale et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens connaissent une croissance plus faible.

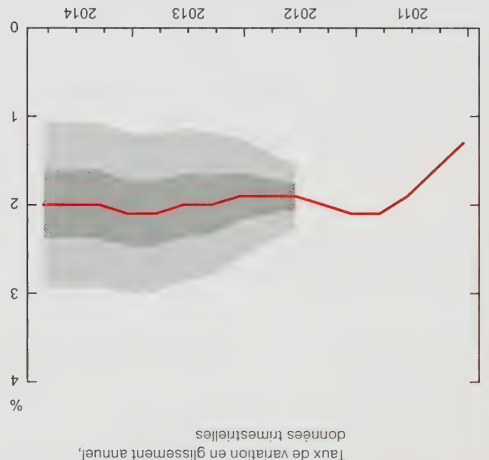
- Le risque que la crise en Europe ne soit pas contenue est le plus grave auquel sont exposées les économies mondiale et canadienne. Les effets sur le Canada, passant par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux, seraient considérables compte tenu de la taille de la zone euro et de son importance dans l'économie mondiale.

- La demande visant les exportations canadiennes pourrait être plus faible que prévu si les autorités américaines ne procèdent pas à l'étallement des mesures d'assainissement des finances publiques permettant d'éviter le « précipice budgétaire » ou si le ralentissement des économies de marché émergentes est plus marqué que projeté.



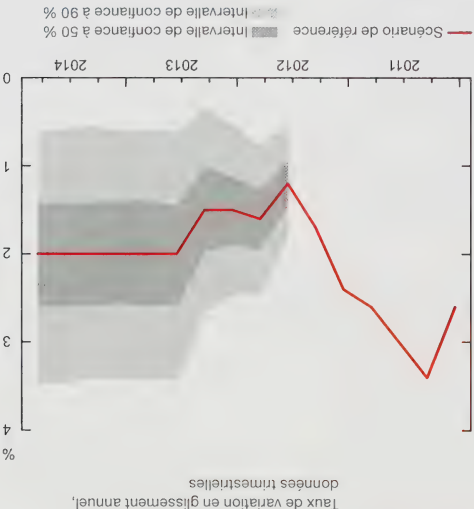


**Graphique 36 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**



Source : Banque du Canada

**Graphique 37 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**



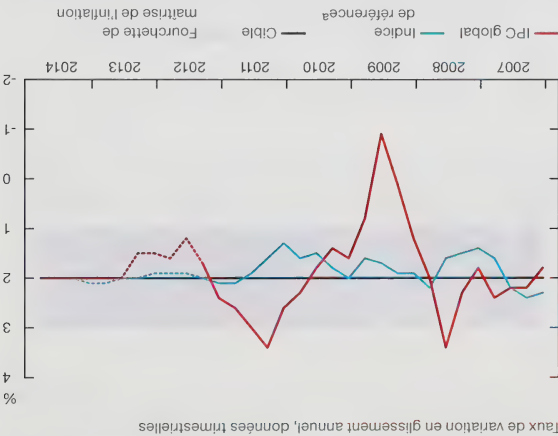
Source : Banque du Canada

monday du pétrole ont exercé sur les prix de l'essence au Canada. Les cours à terme laissant entrevoir la persistance de prix du pétrole inférieurs à ce qui avait été escompté en avril, la Banque s'attend maintenant à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global demeure sensiblement en deçà de la cible de 2 % dans l'année à venir, avant de regagner la cible vers le milieu de 2013.

La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le Graphique 36 et le Graphique 37 présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du troisième trimestre de 2012 à la fin de 2014.

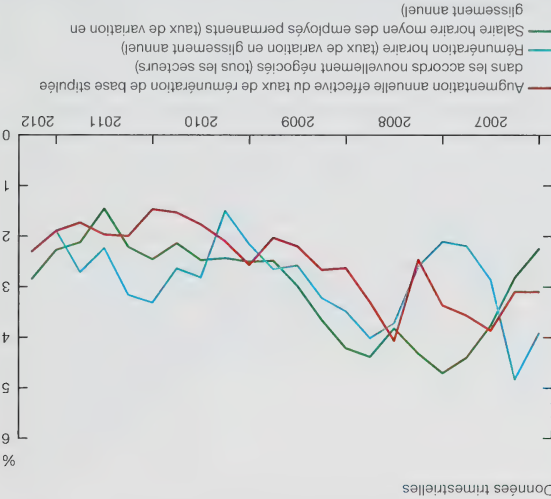
**Graphique 34 : L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester stable, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir bien au-dessous de 2 % au cours de la prochaine année**



Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.  
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

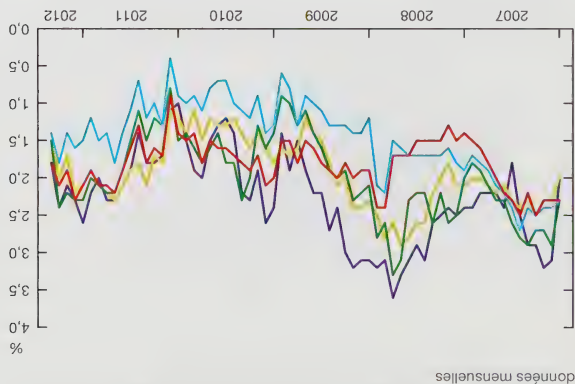
**Graphique 35 : Les hausses de la rémunération du travail ont été généralement modérées ces derniers trimestres**



Données trimestrielles

Nota : Les chiffres relatifs au deuxième trimestre de 2012 pour l'augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés sont établis de manière approximative à partir des données d'avril.  
Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada  
Dernières observations : 2012T1 et 2012T2

**Graphique 33 : Les autres mesures de l'inflation sous-jacente se sont concentrées autour de 2 %**



Autres mesures de l'inflation sous-jacente, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

a. Mesure qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

b. Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond à la moyenne pondérée de la distribution transversale des variations de prix dont sont retranchées les valeurs se situant à plus de 1,5 écart-type de la moyenne de la distribution.

c. Dans cette mesure, qui est corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

d. Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond au taux de variation du prix de la composante de l'IPC située au point médian de la distribution transversale des variations pondérées de prix.

Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

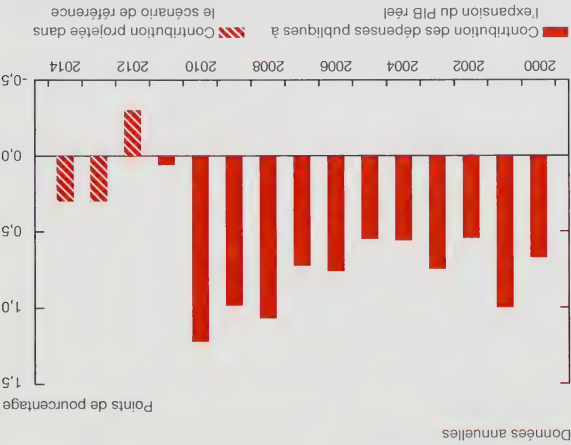
Dernière observation : mai 2012

■ L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située à 2,0 % en moyenne en avril et mai, légèrement en baisse par rapport au taux de 2,1 % affiché au quatrième trimestre de 2011 et au premier trimestre de 2012. Les autres mesures de l'inflation sous-jacente se sont également concentrées autour de 2 % ces derniers mois (Graphique 33). L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 % durant la période de projection (Graphique 34), alors que l'économie tourne près de son plein potentiel et que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Malgré la récente augmentation de la croissance des salaires en chiffres mensuels (Graphique 35), on prévoit que la progression de la rémunération du travail restera modérée, ce qui contribuera à la stabilité projetée de l'inflation. On peut aussi s'attendre à court terme à une certaine volatilité mensuelle du taux d'augmentation de l'indice de référence, surtout attribuable aux fluctuations inhabituellement marquées des prix des véhicules automobiles observées il y a un an. Au cours de la période projetée, les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

L'inflation mesurée par l'IPC global s'est établie à 1,6 % en moyenne en avril et mai, en baisse comparativement au taux moyen de 2,4 % du premier trimestre. Ce repli dépasse les prévisions de la Banque et tient principalement à l'effet que les baisses plus importantes qu'anticipé des cours

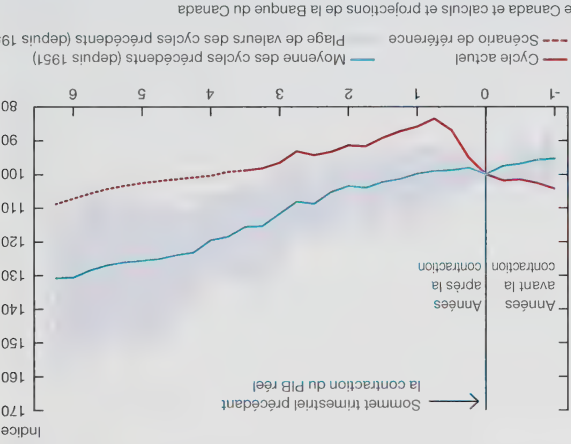
**Graphique 31 : La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel devrait être modeste**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 32 : La reprise des exportations devrait demeurer faible**

Évolution comparative des exportations, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



## L'inflation

Les attentes d'inflation restent bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en juillet font état pour 2012 et 2013 de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,9 % et de 2,0 %, respectivement. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet été par la Banque, presque toutes les firmes sondées estiment qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation moyenne demeurera à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent aussi de concorder avec la cible de 2 %.

Les attentes d'inflation restent bien ancrées.



La part du Canada dans le marché mondial des exportations

La part du Canada dans le marché mondial des exporta-

tions de biens a sensiblement diminué ces dernières années,

passant d'un sommet de 4,5 % en 2000 à 2,7 % en 2010

(Graphique 3-A). Bien que les entreprises canadiennes con-

tinuent de se heurter à des problèmes de compétitivité liés

à la vigueur persistante du dollar canadien et au piètre bilan

ci-paux concurrents commerciaux, d'autres facteurs, notam-

ment la gamme des produits vendus par le Canada et leur

destination, ont aussi pesé de manière prononcée sur la tenue

des exportations canadiennes. Parallèlement, la participa-

tion accrue des économies émergentes et des économies en

développement aux échanges mondiaux est venue intensifier

les pressions concurrentielles à l'échelle internationale.

La structure géographique des marchés d'exportation du

Canada — caractérisée par la place importante accordée

à un marché américain dont la croissance est relative-

ment lente et par la place modeste qu'occupent les autres

économies, en particulier les économies émergentes qui

connaissent une expansion plutôt rapide — est le principal

facteur du net recul global des exportations canadiennes;

les trois quarts de la baisse sont en gros imputables à ce

facteur (Tableau 3-A)<sup>1</sup>. Les effets de compétitivité ont

également joué un rôle non négligeable dans l'érosion de

la part du Canada, des effets négatifs ayant été enregistrés

dans la plupart des catégories de produits<sup>2</sup>. De ce point

de vue, la compétitivité des entreprises canadiennes a été

minée par la dégradation substantielle des coûts unitaires

1 Dans *The Evolution of Canada's Global Export Market Share* (document de travail

de la Banque du Canada à paraître), D. de Munnik, J. Jacob et W. Sze évaluent

le rôle de la compétitivité, de la structure des produits et de la structure géo-

graphique des marchés dans l'évolution de la part du Canada dans le marché

mondial des exportations depuis 1990.

2 Toutefois, les exportations canadiennes ont bénéficié d'effets de compétitivité

positive en ce qui concerne les produits de base énergétiques, conséquence de

la forte hausse de la production canadienne de pétrole brut et de l'augmentation

de la capacité du réseau de pipelines desservant les États-Unis.

Sources : base de données Comtrade des Nations Unies

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

Part du Canada dans le marché mondial des exportations

(échelle de gauche)

Croissance des exportations canadiennes (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

Croissance des exportations mondiales (taux de variation annuel

des exportations en dollars E.-U., échelle de droite)

et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010

Données annuelles

Graphique 3-A : Exportations de biens

**Graphique 30 : On s'attend à ce que les investissements fixes des entreprises connaissent une expansion solide, cadrant avec les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises**



a. Cette mesure sous-jacente se fonde sur les réponses à l'ensemble des questions de l'enquête. Voir L. Pichette et L. Remison (2011), « Évaluation du contenu informatif de l'enquête sur les perspectives des entreprises : recours à une analyse en composantes principales », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 23-31. Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

publiques ces derniers trimestres donnant à penser que le retrait des mesures de relance budgétaire mises en place durant la récession est plus rapide que prévu antérieurement. De modestes contributions à la croissance sont attendues en 2013 et en 2014, mais elles devraient être beaucoup plus faibles que ce qu'on a observé normalement par le passé (Graphique 31), conformément aux plans d'assainissement des dépenses des gouvernements fédéral et provinciaux.

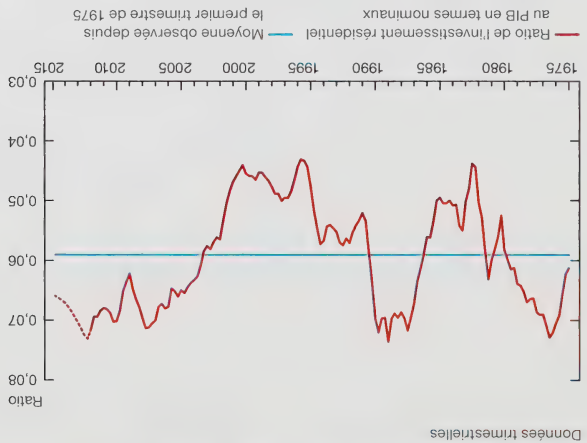
La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible.

La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible. La Banque entrevoit que l'expansion des exportations canadiennes restera modérée malgré une croissance régulière de l'activité étrangère (Graphique 14), vu les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien (Encadré 3). Par conséquent, le niveau des exportations canadiennes ne devrait pas revenir avant le début de 2014 à son sommet d'avant la récession (Graphique 32). La progression des importations devrait être plus modérée qu'on ne l'escomptait, à cause surtout de l'affaiblissement des perspectives à court terme en matière de consommation et d'investissements des entreprises au pays. Dans l'ensemble, comme la Banque l'avancait en avril, la contribution projetée des exportations nettes à l'accroissement du PIB réel est minime.

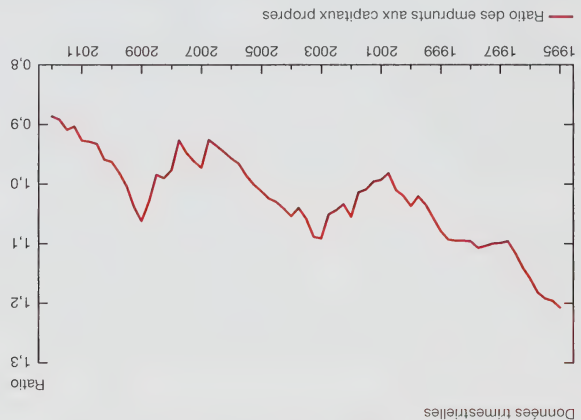
Compte tenu de la projection d'évolution du PIB réel exposée ci-dessus, l'économie canadienne devrait atteindre sa pleine capacité au second semestre de 2013, affichant donc une faible marge de capacités inutilisées un peu plus longtemps que prévu antérieurement.

L'économie canadienne devrait atteindre sa pleine capacité au second semestre de 2013.

**Graphique 28 : La part de l'investissement résidentiel dans le PIB devrait se modérer quelque peu par rapport à son niveau élevé**



**Graphique 29 : Leur ratio d'endettement touchant des creux historiques, les entreprises non financières sont bien placées pour investir**

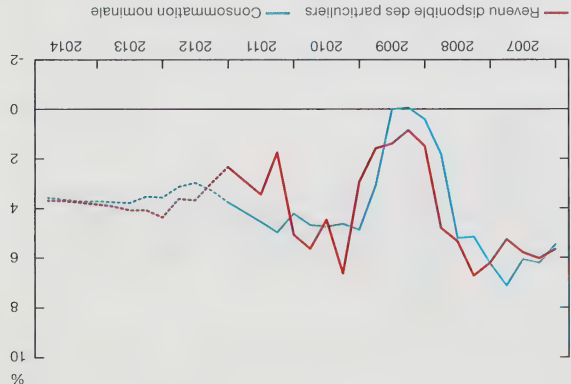


Banque (Graphique 30). Le profil d'évolution future des investissements des entreprises est moins robuste que celui avancé en avril, ce qui s'explique en partie par les diminutions de prix marquées des produits de base qui ont été enregistrées récemment et l'affaiblissement des perspectives de l'économie mondiale. Néanmoins, compte tenu du maintien attendu des cours de ces produits à un niveau élevé, les perspectives d'investissements majeurs dans le secteur des ressources naturelles restent solides.

Les dépenses publiques devraient ralentir la progression du PIB réel en 2012. Ce frein à la croissance économique est plus prononcé qu'on ne l'avait envisagé en avril, les nouvelles révisions à la baisse importantes dont ont fait l'objet les estimations des comptes nationaux quant aux dépenses

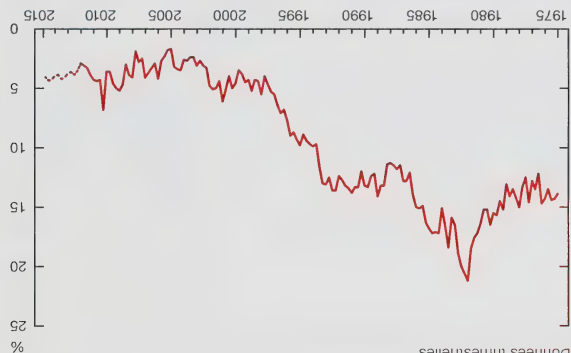
◀ Le profil d'évolution future des investissements des entreprises est moins robuste que celui avancé en avril.

**Graphique 26 : Le revenu disponible des particuliers devrait progresser à un rythme modeste au cours de la période de projection**  
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 27 : Le taux d'épargne des particuliers devrait augmenter légèrement mais rester faible**  
Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Les perspectives d'accroissement des dépenses des ménages contenues dans la présente projection sont légèrement plus faibles que celles dont faisait état le *Rapport d'avril*, en partie à cause de l'effet que la conjoncture économique et financière mondiale moins favorable exerce sur les revenus et la richesse au Canada. Malgré la diminution du niveau prévu des dépenses des ménages, la Banque n'en continue pas moins d'escamoter de nouvelles augmentations du ratio de la dette au revenu des ménages dans les trimestres à venir.

La Banque s'attend encore à une expansion solide des investissements fixes des entreprises au cours de la période projetée. Cette projection reflète la situation financière saine des firmes canadiennes (*Graphique 29*), les conditions de crédit avantageuses et la vigueur du dollar canadien, de même que l'incitation à améliorer la productivité dans un contexte de pressions accrues pour renforcer la compétitivité. Elle cadre avec les réponses positives obtenues lors de l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée cet été par la

La Banque s'attend encore à une expansion solide des investissements fixes des entreprises.



**Graphique 25 : La construction de logements multifamiliaux contribue grandement à l'activité dans le secteur du logement**



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement  
et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : 2012T2

contribueront que de façon minime à l'expansion économique au cours de la période projetée, compte tenu que les révisions à la baisse apportées aux exportations et aux importations dans la présente projection ont pour effet de plus ou moins s'annuler.

Si la hausse des dépenses des ménages a été modérée ces derniers trimestres, elle a été soutenue de façon disproportionnée par les investissements dans le logement, qui avoisinent des sommes historiques et montrent des signes de surconstruction. La croissance de la consommation a ralenti, tout comme celle du revenu disponible, mais les investissements dans le logement se sont encore accrus, tant la construction d'habitations multifamiliales (Graphique 25) que l'activité de rénovation progressant à un rythme robuste. Dans ce contexte, le ratio de la dette au revenu des ménages a continué d'augmenter, et a atteint un niveau record au premier trimestre de 2012.

La Banque prévoit que la progression des dépenses des ménages s'appuiera moins sur les investissements dans le logement au cours de la période projetée. La croissance de la consommation devrait se redresser quelque peu par rapport à son rythme modeste du premier semestre de 2012, pour s'établir à un taux tout juste au-dessous de celui du revenu disponible jusqu'à la fin de 2014 (Graphique 26), ce qui se traduira par une légère hausse du taux d'épargne des particuliers (Graphique 27). En revanche, on s'attend à ce que les investissements dans le logement ralentissent, la part qu'ils occupent dans l'ensemble de l'économie se modérant quelque peu comparativement au niveau exceptionnellement élevé observé à l'heure actuelle (Graphique 28). À cet égard, les nouvelles mesures prudentes et opportunes qui ont été annoncées récemment par les autorités fédérales devraient contribuer à ce que l'activité sur le marché du logement évolue d'une façon plus soutenable au pays<sup>6</sup>.

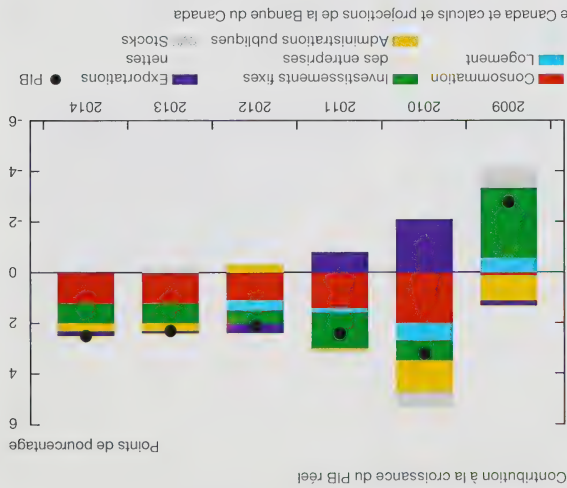
- La croissance de la consommation a ralenti, mais les investissements dans le logement se sont encore accrus.
- Le ratio de la dette au revenu des ménages a continué d'augmenter.

- On s'attend à ce que les investissements dans le logement ralentissent.

6 Le gouvernement fédéral a annoncé quatre mesures relatives aux nouveaux prêts hypothécaires assurés par l'État et dont le rapport prêt-valeur dépasse 80 %. Les nouvelles règles, entrées en vigueur le 9 juillet, sont les suivantes : 1) réduire la période maximale d'amortissement de 30 à 25 ans; 2) diminuer le montant maximal des prêts consentis dans le cadre d'un refinancement, le faisant passer de 85 à 80 % de la valeur de l'habitation; 3) plafonner le ratio brut du service de la dette à 39 % et le ratio total du service de la dette à 44 %; 4) limiter l'offre de prêts hypothécaires assurés garantis par l'État aux habitations dont le prix d'achat est inférieur à 1 million de dollars.

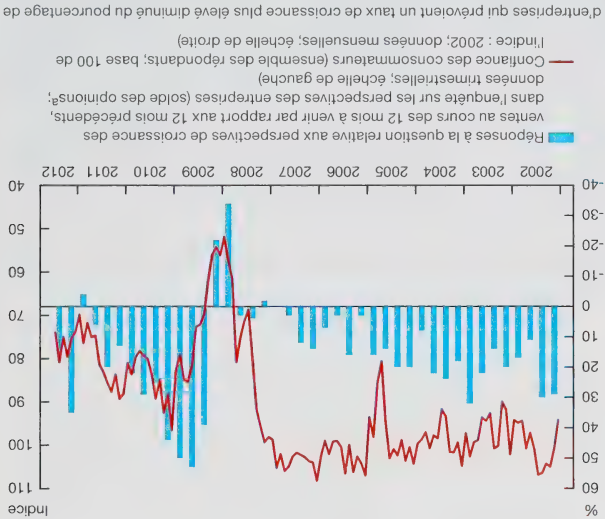


**Graphique 23 : L'expansion de l'activité au Canada devrait tenir essentiellement à la demande intérieure privée**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 24 : En dépit des événements extérieurs, la confiance des consommateurs et des entreprises s'est maintenue ces derniers mois**



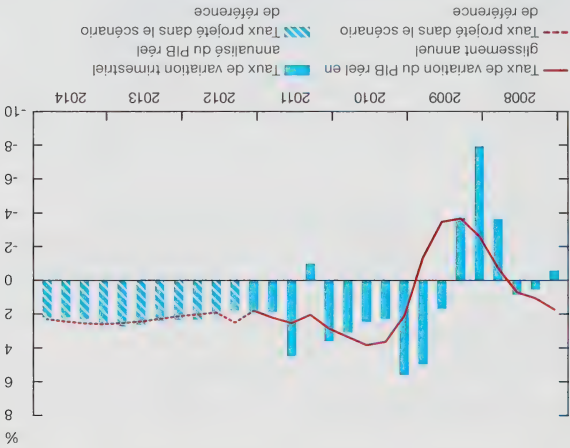
a. Pourcentage d'entreprises qui prévoient un taux de croissance plus élevé diminué du pourcentage de celles qui prévoient un ralentissement

Sources : Conférence Board du Canada et Banque du Canada

Dernières observations : 2012T2 et juin 2012

La Banque continue de s'attendre à ce que la consommation et les investissements fixes des entreprises soient les principaux moteurs de la croissance du PIB réel durant la période de projection, à la faveur des conditions financières expansionnistes au pays (Graphique 23). Après avoir affiché une surprenante vigueur récemment, les investissements dans le logement devraient ralentir, contribuant ainsi à une composition plus équilibrée de la croissance économique que ce n'était le cas ces derniers trimestres. Les perspectives d'évolution de la demande intérieure sont globalement plus faibles qu'en avril, quoique les révisions soient relativement mineures, la confiance des entreprises et des ménages canadiens s'étant assez bien maintenue en dépit de l'incertitude grandissante à l'échelle mondiale (Graphique 24). La Banque entrevoit encore que les exportations nettes ne

Graphique 22 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme modéré



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>

	2011				2012				2013				2014			
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	1,9	1,9	1,8	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2	2,2
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,2	1,8	2,5	2,5	2,0	2,5	2,5	2,5	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,4	2,3	2,3
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1	2,1	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6	2,4	1,7	1,2	1,6	1,5	1,5	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,5	2,2	1,6	1,1	1,5	1,5	1,5	1,5	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI <sup>b</sup> (niveau)	94	103	93	86	87	88	89	89	89	89	88	88	88	87	87	87
Brent <sup>b</sup> (niveau)	109	118	109	100	99	98	98	98	98	98	97	96	96	94	94	94
	(109)	(118)	(122)	(121)	(119)	(117)	(115)	(113)	(112)	(110)	(108)	(106)	(104)			

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril 2012 du Rapport sur la politique monétaire.  
b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermedate et Brent (en \$ E.-U., le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 juillet 2012.

**Graphique 21 : Malgré l'essor de l'emploi, des indicateurs témoignent de la persistance d'une certaine marge de capacités inutilisées sur le marché du travail**



## L'économie réelle

La Banque prévoit que l'économie canadienne progressera à peu près au même rythme que la production potentielle au cours des prochains trimestres, avant de s'accélérer par la suite (Graphique 22). Le taux d'accroissement du PIB réel, en moyenne annuelle, devrait augmenter légèrement, passant de 2,1 % en 2012 à 2,3 % en 2014 (Tableau 2). Ces perspectives de croissance sont moins favorables à court terme qu'on ne l'entrevoyait dans le *Rapport* d'avril (Tableau 3).

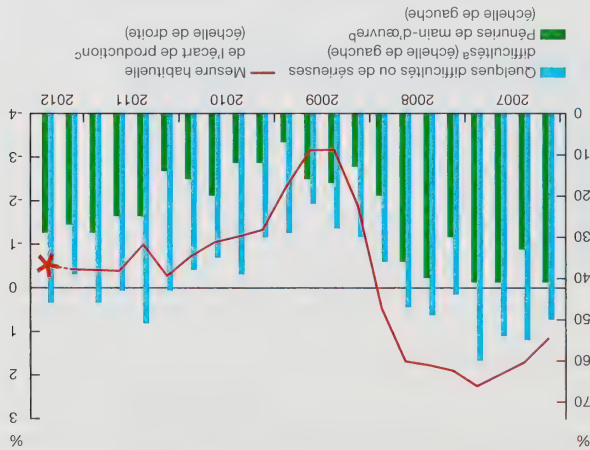
**Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**

En points de pourcentage<sup>a</sup>

	2011	2012	2013	2014
Consommation	1,4 (1,3)	1,1 (1,3)	1,2 (1,3)	1,2 (1,2)
Logement	0,2 (0,2)	0,4 (0,3)	0,0 (0,2)	0,0 (0,1)
Administrations publiques	0,1 (0,2)	-0,3 (0,0)	0,3 (0,1)	0,3 (0,1)
Investissements fixes des entreprises	1,4 (1,5)	0,5 (0,9)	0,8 (0,7)	0,8 (0,7)
Total partiel : demande intérieure finale	3,1 (3,1)	1,7 (2,5)	2,3 (2,3)	2,3 (2,1)
Exportations	1,4 (1,3)	1,3 (1,7)	1,0 (1,1)	1,4 (1,3)
Importations	-2,2 (-2,1)	-0,9 (-1,5)	-0,9 (-1,0)	-1,2 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	-0,8 (-0,7)	0,4 (0,2)	0,1 (0,1)	0,2 (0,1)
Stocks	0,1 (0,1)	0,0 (-0,3)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
PIB	2,4 (2,5)	2,1 (2,4)	2,3 (2,4)	2,5 (2,2)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2 (2,2)
Revenu intérieur brut réel	3,8 (3,7)	1,6 (2,2)	2,3 (2,5)	2,3 (2,4)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de la Note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2011.

Graphique 20 : Une légère offre excédentaire demeure dans l'économie canadienne



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de séquences à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.

c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2012 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Ensemble, d'autres indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production témoignent également de la persistance d'une faible marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne. Selon les résultats des enquêtes sur les perspectives des entreprises menées par la Banque dans les derniers trimestres, la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une augmentation inattendue de la demande est demeurée près de sa moyenne historique, alors que le pourcentage de celles qui ont signalé une pénurie de main-d'œuvre lors de l'enquête de l'été est resté quelque peu inférieur à sa moyenne historique. Malgré a continué d'avoir les niveaux enregistrés vers le milieu de 2011 (Graphique 21), et la proportion de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel demeure élevée.

Somme toute, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1/2 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2012. Cette marge de capacités inutilisées est la même que celle qui avait été estimée au premier trimestre, et dépasse un peu celle qui avait été anticipée en avril pour le deuxième trimestre.

« Somme toute, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ 1/2 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2012.



**Graphique 19 : Le rythme d'expansion du crédit aux entreprises s'est accru, tandis que celui du crédit aux ménages s'est quelque peu contracté**



d'expansion rapide du crédit aux ménages, et l'activité particulièrement forte sur le marché du logement enregistré au début de 2012 laisse présager une certaine réaccélération du crédit hypothécaire à court terme<sup>5</sup>. Comparativement à la cadence inhabituellement vive observée à la fin de 2011, la progression des agrégats monétaires au sens étroit a ralenti ces derniers mois, ce qui cadre avec la préférence moins marquée pour la liquidité. L'accroissement des agrégats monétaires au sens large a été modeste au cours de la même période et fait entrevoir des pressions inflationnistes relativement modestes dans l'avenir.

## L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

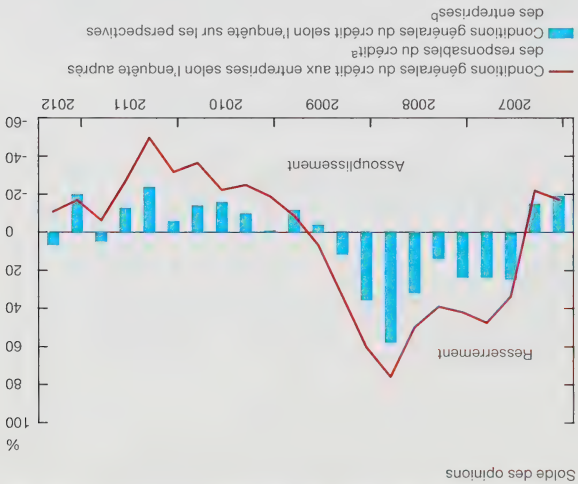
L'économie canadienne continue d'afficher une faible marge de capacités inutilisées. Le PIB réel s'est accru de 1,9 % au premier trimestre de 2012 et l'on estime qu'il a progressé à peu près au même rythme au deuxième trimestre, ce qui correspond grosso modo, dans les deux cas, au taux d'augmentation estimé de la production potentielle de l'économie, d'où le maintien de la faible marge de capacités excédentaires qui était présente à la fin de 2011. Il s'agit là, cependant, d'un rythme d'expansion un peu plus lent que la Banque ne s'y attendait, du fait surtout d'un niveau légèrement plus bas de la consommation et des investissements des entreprises, ainsi que de facteurs temporaires tels que les perturbations dans le secteur de l'énergie. Dès lors, la marge de capacités inutilisées ne s'est pas résorbée au premier semestre de 2012 comme on l'avait d'abord projeté, le niveau du PIB réel au deuxième trimestre étant de 0,4 % inférieur à celui anticipé dans le Rapport d'avril. Cette dynamique se reflète dans l'évolution de la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production, mesure qui est demeurée relativement stable au cours des derniers trimestres, à environ -0,5 % (Graphique 20).

L'économie canadienne continue d'afficher une faible marge de capacités inutilisées.

5 Il y a habituellement un délai de un à six mois entre la vente d'une maison et le moment où la transaction figure dans les statistiques sur le crédit hypothécaire, ce qui correspond à la période s'écoulant entre la conclusion de la vente et la prise de possession du logement par le propriétaire.



**Graphique 18 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises canadiennes demeurent très avantageuses**



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement  
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

élargis quelque peu, même si les rendements globaux ont chuté du fait que les rendements des obligations d'État canadiennes ont reculé pour toucher des planchers records, et le volume d'émissions obligataires est resté soutenu.

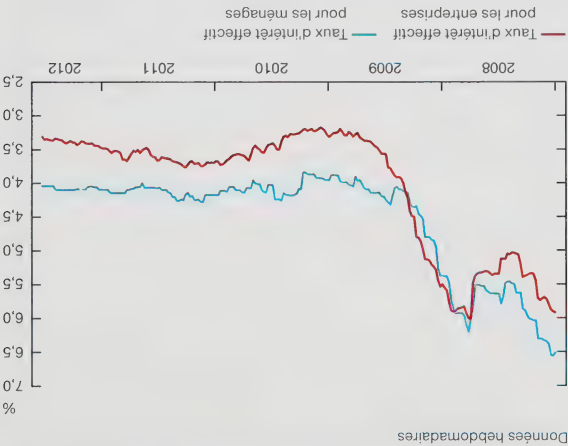
Les banques canadiennes sont toujours en bonne posture pour accorder des prêts, puisqu'elles peuvent facilement se procurer des fonds, en dollars canadiens comme en monnaies étrangères, à un coût relativement bas sur l'ensemble des échéances. Les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit, conjugués au solde des opinions des firmes canadiennes sondées dans le cadre de son enquête de l'été sur les perspectives des entreprises (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque), laissent supposer que les conditions d'octroi de prêts aux entreprises ont peu changé ces derniers mois, après s'être assouplies de façon persistante pendant plusieurs trimestres (Graphique 18).

À ces conditions de financement généralement favorables pour les firmes du pays, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises s'est hissée au-dessus de sa moyenne historique (Graphique 19). L'expansion du crédit à court terme aux entreprises s'est révélée particulièrement forte, tandis que celle du crédit à long terme est demeurée modérée. Cette évolution concorde avec la solidité persistante de la progression des investissements des entreprises ainsi qu'avec la grande disponibilité des fonds internes, attribuable à la robustesse des bilans des sociétés non financières. Si le crédit reste aussi très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux historiques, le rythme de croissance du crédit aux ménages a toutefois quelque peu ralenti depuis la dernière partie de 2011 (Graphique 19). Cette situation fait néanmoins suite à une période prolongée

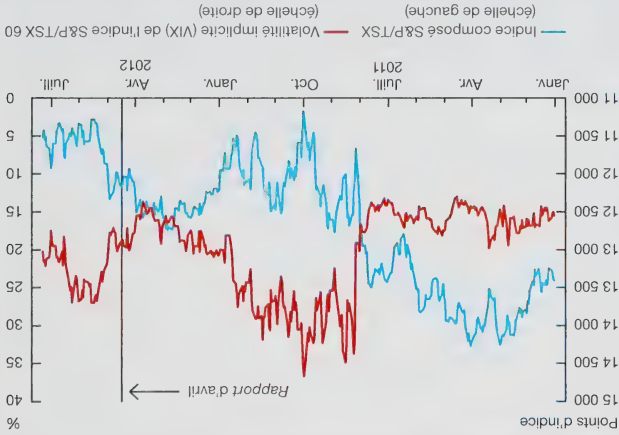
Les banques canadiennes sont toujours en bonne posture pour accorder des prêts.

Le crédit reste aussi très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux historiques.

**Graphique 16 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux exceptionnellement bas**



**Graphique 17 : Depuis la publication du dernier Rapport, les cours des actions ont chuté et la volatilité s'est accentuée**



Nota : L'indice S&P/TSX 60 couvre environ 73 % de la capitalisation boursière canadienne. Le VIX est une mesure de la volatilité implicite sur une période de 30 jours, établie à partir des contrats d'option sur l'indice S&P/TSX 60.

Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 juillet 2012

Les marchés financiers canadiens sont demeurés résilients au cours des derniers mois, bien qu'ils se soient ressentis de la montée de l'aversion pour le risque et de la volatilité sur les marchés mondiaux. En particulier, l'indice composite S&P/TSX s'est replié d'environ 10 % par rapport à son sommet du premier trimestre et la volatilité s'est accentuée (Graphique 17). Les écarts de crédit sur les obligations de sociétés canadiennes se sont aussi

La Banque prévoit que l'économie canadienne progressera à peu près au même rythme que la production potentielle à court terme, avant de s'accélérer au cours de 2013.

► L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 %.

Bien que les vents contraires extérieurs freinent l'activité économique au Canada, des facteurs internes devraient soutenir une croissance modérée au pays. La Banque prévoit que l'économie canadienne progressera à peu près au même rythme que la production potentielle à court terme, avant de s'accélérer au cours de 2013. Elle continue d'anticiper que, pendant la période de projection, la croissance sera alimentée principalement par la hausse de la consommation et des investissements des entreprises, à la faveur de conditions financières très expansionnistes au Canada. L'activité dans le secteur du logement, qui a atteint des niveaux inégaux, devrait ralentir. On s'attend à ce que les exportations canadiennes se maintiennent en deçà du sommet atteint avant la récession jusqu'au début de 2014, compte tenu de la dynamique de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.

Ces perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont moins favorables à court terme qu'on ne l'entrevoyait dans le *Rapport* d'avril. L'expansion projetée des dépenses des ménages et des investissements des entreprises a été révisée quelque peu à la baisse, en raison principalement de la nouvelle intensification des vents contraires extérieurs, notamment les effets des cours moins élevés des produits de base sur les revenus et la richesse au Canada. La croissance projetée des exportations est elle aussi inférieure à celle présentée en avril, ce qui cadre avec l'affaiblissement des perspectives de la demande étrangère. Par conséquent, l'économie canadienne devrait continuer d'afficher une faible marge de capacités inutilisées un peu plus longtemps que prévu antérieurement.

La Banque s'attend encore à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence reste aux environs de 2 % durant la période de projection, alors que l'économie tourne près de son plein potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée et que les attentes d'inflation restent bien ancrées. Compte tenu des prix moins élevés de l'essence, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait demeurer sensiblement en deçà de la cible de 2 % dans l'année à venir, avant de regagner la cible vers le milieu de 2013.

## Les conditions financières

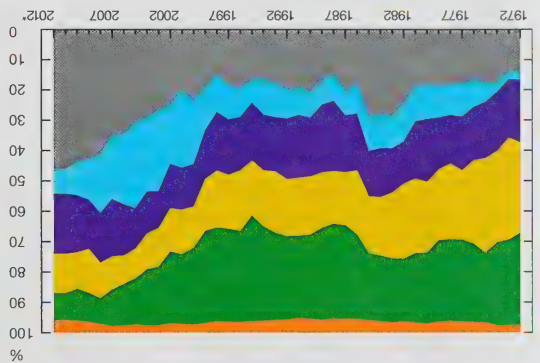
Malgré la détérioration des conditions financières à l'échelle mondiale, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens sont encore très avantageux (Graphique 16) et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique.

► L'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens sont encore très avantageux.

## Encadré 2 (suite)

**Graphique 2-A : La nouvelle méthode d'estimation des pondérations de l'IPPB fait ressortir la hausse qu'a connue la part du pétrole ces dernières années**

Parten en valeur dans la production canadienne de matières premières, données annuelles



\* Pondérations estimées sur la base de la nouvelle méthode  
\*\* Réunit les produits de la pêche et le charbon

Sources : Statistique Canada, Pêches et Océans Canada, Ressources naturelles Canada et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : 2012

**Graphique 2-B : Les nouvelles pondérations ont entraîné une révision à la hausse du niveau de l'IPPB pour les années récentes**

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (nouvelle base 100 : janvier 2003), données mensuelles



Nota : Les valeurs pour juillet 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant calculée jusqu'au 13 juillet 2012.  
Source : Banque du Canada  
Dernière observation : 13 juillet 2012



## Améliorations apportées à l'indice des prix des produits de la Banque du Canada

payés aux producteurs canadiens. Ces prix se sont dernièrement écartés des cours de référence mondiaux en raison de contraintes logistiques qui affectent le Midwest américain. Outre le prix du West Texas Intermediate (WTI), l'IPPB intègre désormais le cours du Brent, prix de référence des pétroles légers extraits au large des côtes de l'Est du Canada, et le prix du Western Canada Crude (WCC)<sup>3</sup>, cours-étalon des pétroles lourds de l'Ouest du Canada. Chacun de ces bruts de référence est pondéré en fonction de sa valeur de production dans l'IPPB, à l'aide de la méthode d'estimation décrite précédemment<sup>4</sup>.

Le renouvellement des coefficients de pondération et l'élargissement du panier des cours de référence du pétrole ont entraîné des révisions notables de la composition et du niveau de l'indice pour les années récentes; la plupart des révisions tiennent aux nouvelles pondérations. Les modifications montrent que la valeur des produits de base canadiens est de plus en plus influencée par la production de pétrole brut, comme l'indique dans le **Graphique 2-A** l'accroissement du coefficient de pondération attribué à l'or noir (46 % en 2011 contre 41 % en 2008). Durant la même période, le recul considérable des prix du gaz naturel a entraîné un repli marqué de cette matière première dans le panier des produits de base énergétiques canadiens. La part accrue du pétrole dans l'indice, conjuguée au relèvement de la pondération des métaux et des minéraux, a amené à revoir à la hausse le niveau de l'IPPB. En 2011, cette révision s'est traduite par une augmentation de près de 10 % de l'indice (**Graphique 2-B**).

(suite à la page suivante)

3 L'indice WCC se fonde sur l'indice relatif au pétrole brut lourd canadien de Net Energy, négocié quotidiennement à la Bourse de Chicago. Puisqu'il n'existe pas de données d'indice pour la période précédant octobre 2010, nous avons construit des séries rétrospectives en combinant les cours au comptant passés du Western Canada Select et le taux de croissance passé du cours de référence

4 Pour 2012, les coefficients de pondération appliqués au WTI, au WCC et au Brent ont été de 52 %, 36 % et 11 % respectivement. Le WTI regroupe à la fois les pétroles légers conventionnels et les pétroles légers synthétiques (bitume valorisé) produits dans l'Ouest du Canada. La faible coefficient attribué au Brent traduit la part limitée de la production pétrolière extracôtière de l'Est du Canada dans le volume total de la production nationale de pétrole. Le Brent occupe cependant une place bien plus importante dans la composition des bruts importés, ce qui en fait un déterminant majeur des termes de l'échange du Canada.

L'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque intègre les cours de 24 matières premières importantes pour le Canada. Il repose sur la méthodologie de l'indice en chaîne de Fisher, et les prix de chaque produit de base sont pondérés d'après sa valeur dans la production canadienne de matières premières<sup>1</sup>. L'IPPB est un outil important pour mesurer a) l'activité économique du secteur des ressources naturelles au Canada; b) les coûts globaux des matières premières auxquels sont confrontés les producteurs canadiens; c) les termes de l'échange du pays. En vue d'améliorer l'indice, le personnel de la Banque y a récemment intégré des pondérations plus fines et a élargi le panier des cours de référence du pétrole.

### Des pondérations plus fines des produits de base

La plupart des coefficients de pondération de l'IPPB sont établis à partir des tableaux d'entrées-sorties préparés par Statistique Canada, qui ne les produit qu'avec un décalage de quatre ans (actuellement, les données les plus récentes remontent donc à 2008). Jusqu'à présent, les pondérations employées pour les années où les données entrées-sorties n'étaient pas encore disponibles étaient maintenues à leur dernière valeur historique. Dans le but de brosser un portrait plus fidèle de la production de matières premières au Canada et de réduire l'ampleur des corrections annuelles apportées aux valeurs passées de l'indice, une nouvelle technique d'estimation des pondérations a été mise au point pour les années les plus récentes. Plus précisément, le taux de variation des valeurs de production (qui servent à calculer les pondérations) est obtenu par approximation en multipliant le taux de variation annuel des matières premières par la fluctuation estimative des volumes de production au Canada<sup>2</sup>.

### Un panier élargi de cours de référence du pétrole

L'éventail des cours du pétrole utilisés dans l'élaboration de l'IPPB a été élargi afin de mieux tenir compte des prix

1 Pour en savoir plus, se reporter à l'étude de I. Kolet et R. Macdonald, *The Fisher BCP: The Bank of Canada's New Commodity Price Index* (document d'analyse n° 2010-6, Banque du Canada, 2010).

2 Les volumes de production sont calculés avec des données provenant de diverses sources officielles, dont Statistique Canada, Ressources naturelles Canada et l'Office national de l'énergie.



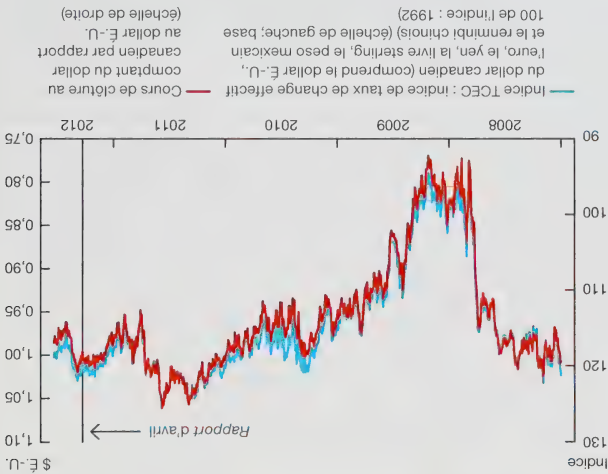
devrait s'inscrire en hausse, du fait du renchérissement soutenu du gaz naturel et d'un léger rétrécissement de l'écart entre le cours du brut Brent et les cours des bruts servant de référence en Amérique du Nord, ce qui devrait avoir une incidence positive sur les termes de l'échange du Canada.

## Le dollar canadien

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 98 cents E.-U. depuis la date d'annonce préétablie de juin (Graphique 15) et devrait rester à ce niveau durant la période projetée, comparativement au niveau de 101 cents E.-U. postulé dans le *Rapport d'avril*.

**Graphique 15 : La valeur du dollar canadien a baissé depuis la publication du dernier *Rapport***

Données quotidiennes

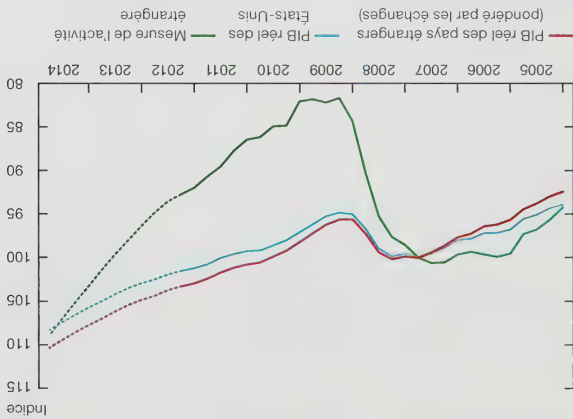


Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 13 juillet 2012

**Graphique 14 : La mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître à un rythme plus rapide que le PIB des pays étrangers pondéré par les échanges**



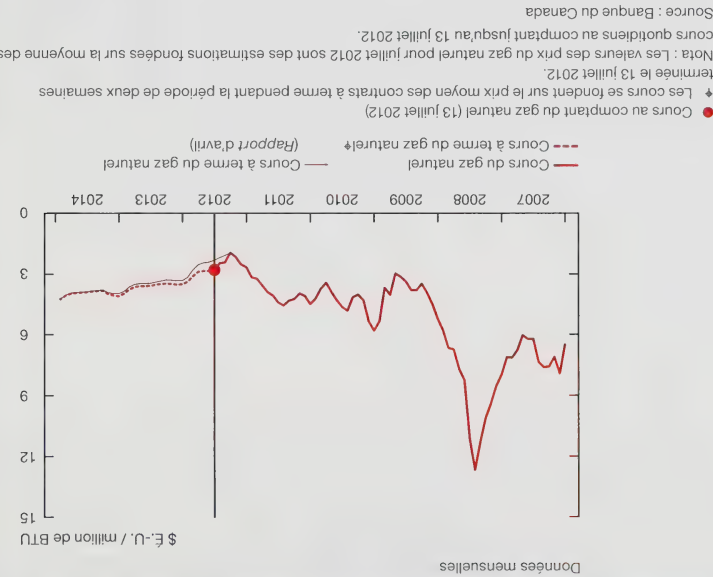
Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

États-Unis<sup>4</sup>. Cette mesure devrait s'accroître régulièrement au cours de la période de projection et augmenter plus rapidement que le PIB des États-Unis (Graphique 14), compte tenu du dynamisme soutenu des dépenses d'investissement des entreprises de ce pays et du redressement graduel du marché américain de l'habitation à partir de niveaux déprimés. Selon les projections, la mesure dépassera son niveau d'avant la récession au second semestre de 2013. Le profil d'évolution anticipé de la mesure de l'activité étrangère jusqu'à la fin de 2014 est cependant inférieur à celui envisagé dans le *Rapport d'avril*, du fait de la révision à la baisse des perspectives de croissance économique à l'échelle du globe dont les effets sont compensés en partie par la composition légèrement plus favorable de la demande américaine.

La méthode utilisée pour calculer l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada a récemment été améliorée. Les pondérations des produits de base sont maintenant plus précises et le panier des cours du pétrole de référence a été élargi, ce qui permet de mieux mesurer les prix touchés par les producteurs canadiens de pétrole (Encadré 2). Ces modifications font ressortir le fait que le pétrole brut occupe une part de plus en plus importante dans la valeur de la production totale de matières premières au Canada, et le gaz naturel, une part de moins en moins grande. L'IPPB (calculé selon la nouvelle méthode) a reculé d'environ 6 % depuis avril. En raison de l'offre excédentaire engendrée par la forte progression de la production et des mises hors service temporaires de raffineries et d'oléoducs, les prix du Western Canada Select ont chuté de 22 % depuis la parution du *Rapport d'avril*, ce qui représente une baisse supérieure à celle des prix mondiaux. Ces évolutions sont à l'origine d'une détérioration des termes de l'échange du Canada. Durant la période de projection, l'IPPB

4 La mesure de l'activité étrangère reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes en intégrant les composantes de la demande intérieure privée aux États-Unis et l'activité économique à l'extérieur de ce pays.

► Les prix du Western Canada Select ont chuté de 22 % depuis la parution du *Rapport d'avril*.

**Graphique 13 : Les prix du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2014**

Bien qu'ils aient rebondi depuis la publication du *Rapport d'avi*, soutenus par la hausse de la demande pour la production d'électricité, les prix du gaz naturel sont encore très bas comparativement à leur niveau historique. Selon la courbe la plus récente des cours à terme, ils devraient continuer leur ascension jusqu'à la fin de 2014, conformément aux anticipations énoncées en avril (Graphique 13).

Les cours de la plupart des produits de base non énergétiques ont reculé légèrement depuis avril et devraient généralement demeurer un peu en deçà des niveaux escomptés au moment de la parution du dernier *Rapport*, jusqu'à la fin de 2014. Le ralentissement de l'expansion de la demande chinoise et la situation dans la zone euro ont exercé des pressions à la baisse considérables sur les prix des métaux communs, qui devraient se poursuivre jusqu'au début de 2013. Ces prix devraient ensuite augmenter lentement, grâce au redressement de la croissance de l'économie mondiale. Les conditions climatiques très défavorables observées récemment ayant eu pour effet de réduire l'offre, les prix des produits agricoles devraient rester élevés pour le reste de 2012, puis diminuer par la suite. Compte tenu du rythme graduel de la reprise dans le secteur américain du logement et d'une modération de la demande en provenance de la Chine, les prix des produits forestiers devraient rester faibles durant la période projetée.

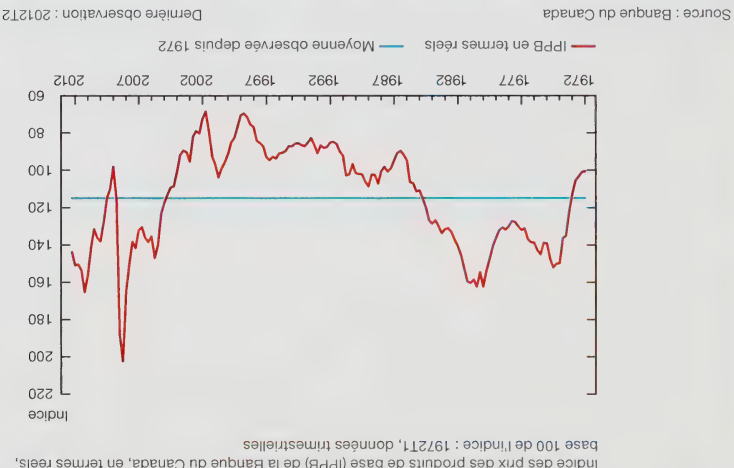
## Les implications pour l'économie canadienne

La demande d'exportations canadiennes demeure atone : la mesure de l'activité étrangère n'a regagné qu'un peu plus de la moitié du terrain perdu durant la récession de 2008-2009, en raison surtout de la faible reprise aux

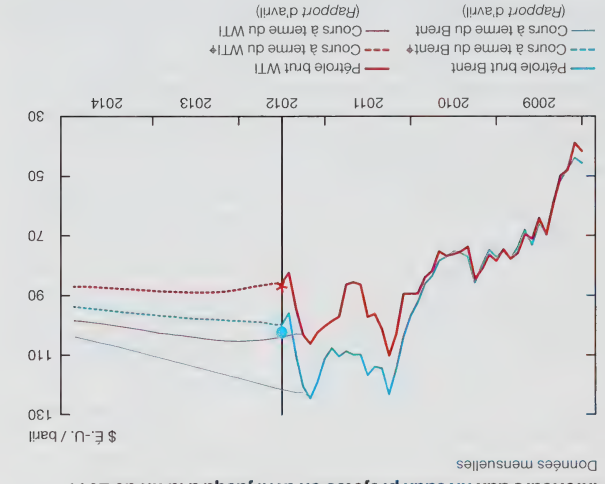
La mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître régulièrement.

américain. Par comparaison aux attentes formulées en avril, les cours du pétrole devraient être considérablement plus faibles jusqu'à la fin de 2014, ce qui est imputable principalement à la détérioration des perspectives à l'égard de la demande mondiale (Graphique 12).

**Graphique 11 : Les cours des produits de base demeurent élevés en regard du passé**

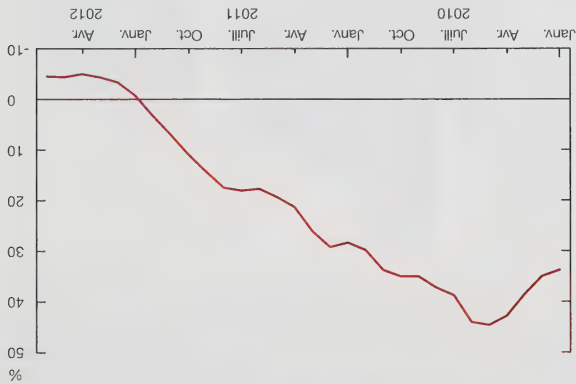


**Graphique 12 : Les cours du pétrole brut ont chuté récemment et devraient rester inférieurs aux niveaux projetés en avril jusqu'à la fin de 2014**



**Graphique 10 : Les prix des logements en Chine continuent de reculer**

Taux de croissance des prix de vente des appartements existants, en glissement annuel, données mensuelles.



Sources : Soufun Holdings Ltd. et ambassade du Canada en Chine  
Dernière observation : juin 2012

Les banques centrales de nombreux pays émergents inversent le resserrement passé de leurs politiques.

## Les cours des produits de base

Dans d'autres économies émergentes, le ralentissement de la demande extérieure, le resserrement financier par la réduction du levier d'endettement de banques étrangères et, dans certains cas, la stagnation des efforts de réforme ont donné lieu à une décélération progressive de l'activité économique. Au Brésil, la croissance économique a été quasi nulle au premier trimestre de 2012, tandis que l'Inde a enregistré son expansion la plus faible en dix ans. En réaction à la détérioration des perspectives de croissance, les banques centrales de nombreux pays émergents inversent le resserrement passé de leurs politiques et abaissent leurs taux d'intérêt directeurs. Un certain nombre de pays sont aussi en train de mettre en œuvre de nouvelles mesures de relance budgétaire. L'expansion économique devrait néanmoins rester relativement modeste jusqu'à la fin du premier semestre de 2013, puis reprendre graduellement par la suite, à mesure que la demande d'exportations se raffermira dans les économies avancées. Comparativement aux attentes formulées dans le *Rapport d'avril*, la projection du PIB réel devrait être plus faible durant la période de projection, en raison du recul de la demande extérieure.

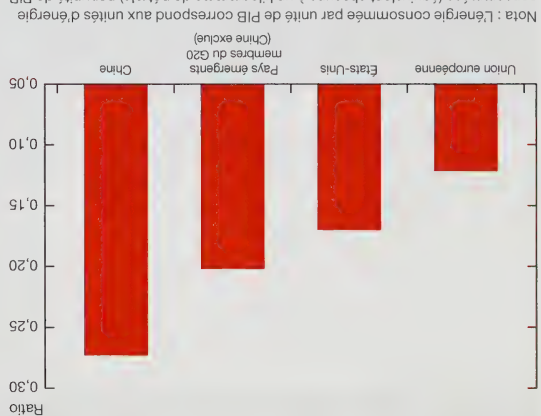
Les cours de nombreux produits de base se sont repliés.

Bien qu'élevés par rapport à leur niveau passé (Graphique 11), les cours de nombreux produits de base se sont repliés depuis la parution du *Rapport* en avril, sous l'effet de l'assombrissement des perspectives de l'économie du globe. Les cours mondiaux du pétrole ont affiché leur plus forte baisse, soit environ 15 %, depuis avril. À en juger par la courbe la plus récente des cours à terme, les cours du brut Brent fléchiront progressivement durant la période projetée, sous l'effet du tassement de la demande, conjugué à la solide production attendue des pays qui ne font pas partie de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP). L'écart entre les cours du West Texas Intermedate (WTI) et les cours du Brent devrait se rétrécir, passant d'environ 16 dollars E.-U. au deuxième trimestre de 2012 à quelque 7 dollars E.-U. vers la fin de 2014, car l'agrandissement du réseau de pipelines devrait contribuer à résorber en partie l'offre excédentaire dans le Midwest



### Graphique 1-B : Les économies émergentes ont une croissance à intensité énergétique plus forte que les économies avancées

Énergie consommée par unité de PIB en 2009

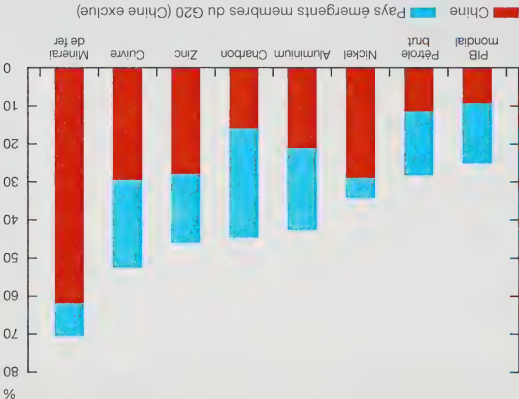


Nota : L'énergie consommée par unité de PIB correspond aux unités d'énergie consommées (équivalent chacune à un kilogramme de pétrole) par unité de PIB convertie en dollars internationaux constants de 2005 au moyen de taux de parité des pouvoirs d'achat (un dollar international a le même pouvoir d'achat qu'un dollar américain aux États-Unis). Les chiffres pour le groupe des pays émergents sont pondérés par leur part du PIB, déterminée d'après les estimations de la Banque mondiale des PIB calculés en partit des pouvoirs d'achat pour 2009.

Source : Banque mondiale

### Graphique 1-C : Les économies émergentes représentent une part importante des importations mondiales de produits de base

Part (en pourcentage) du PIB mondial et des importations mondiales de produits de base en 2010



Sources : base de données Commerce des Nations Unies, livraison d'avril 2012 des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI et calculs de la Banque du Canada

L'assombrissement des perspectives de croissance dans ces économies a donc sans doute joué un rôle déterminant dans la chute récente des prix des matières premières. Mais au-delà des préoccupations à court terme concernant la vigueur de la croissance économique, la Banque s'attend à ce que les prix des produits de base demeurent élevés à moyen terme, à la faveur de la reprise de l'économie mondiale.

des institutions financières de 150 points de base au total depuis décembre et retranché en tout 56 points de base à son taux d'intérêt débiteur de référence ces deux derniers mois. La politique budgétaire a elle aussi été relâchée. Le PIB réel de la Chine devrait croître de 7,8 % en moyenne par an jusqu'à la fin de 2014, ce qui est légèrement inférieur au taux anticipé en avril. L'expansion des exportations devrait être bridée en 2012 par la faiblesse de l'activité dans les économies avancées, particulièrement dans la zone euro, puis se redresser à la fin de 2013 et en 2014, grâce à l'amélioration de la conjoncture extérieure. Un déplacement lent de la demande allant des exportations vers la consommation est prévu durant la période de projection, favorisé par le plan visant à stimuler les dépenses des ménages annoncé par le gouvernement ainsi que par une appréciation très modeste du taux de change effectif réel. Par conséquent, certains progrès limités en vue de la résolution des déséquilibres mondiaux sont attendus au cours de la période projetée.

## Évolution récente des économies émergentes

Les économies avancées affichant une reprise plutôt lente, caractéristique des sorties de crises de grande envergure, les économies émergentes sont devenues des moteurs importants de la croissance mondiale. Bien que la croissance reste plus forte dans ces économies que dans les pays avancés, les données récentes indiquent que l'activité dans nombre d'économies émergentes, en particulier la Chine, l'Inde et le Brésil, a beaucoup ralenti. Globalement, le taux d'accroissement du PIB dans les pays émergents, qui atteignait 6,4 % en 2011, a chuté à 5,5 % (en glissement annuel) au premier trimestre de 2012 (Graphique 1-A). Une décélération était attendue, mais son ampleur a surpris.

Le ralentissement dans les économies émergentes tient à la fois à des facteurs extérieurs et intérieurs. Comme la Banque l'entrevoit dans le *Rapport d'avril*, la faiblesse de la demande des pays avancés pèse sur la croissance des exportations des économies émergentes, qui est ainsi descendue à 7 % en glissement annuel en 2011, alors qu'elle s'établissait en moyenne à 12 % avant la crise. De plus, l'incertitude entourant les perspectives économiques des pays avancés contribue à la dégradation du climat de confiance et à la volatilité des flux de capitaux et conduit, ce faisant, à une dépréciation des taux de change et à une baisse des cours des actions<sup>2</sup>. Compte tenu de l'atonie de la conjoncture extérieure, la demande intérieure devrait devenir le principal vecteur d'expansion économique dans les pays émergents.

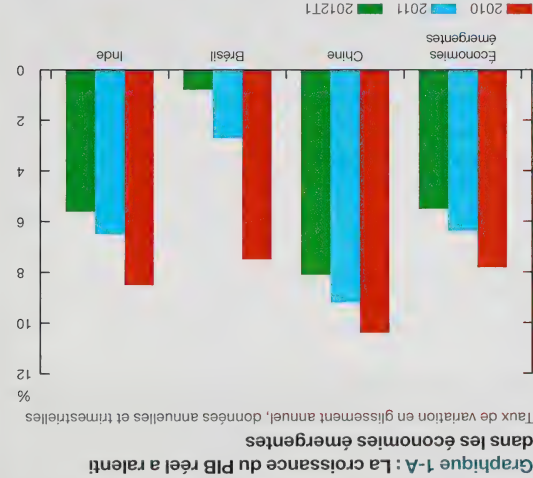
La consommation y croît à un rythme soutenu, grâce à de bas taux de chômage et à l'accroissement des salaires. Toutefois, l'investissement est en perte de vitesse dans les plus grands marchés émergents, en raison des effets retardés du resserrement monétaire et d'autres mesures publiques destinées à ramener l'investissement sur une trajectoire viable. En Chine, par exemple, les autorités ont maintenu les mesures restrictives en place sur le marché du logement et dans certains secteurs (tels que la fabrication d'acier et de ciment)<sup>3</sup>. Dans d'autres économies émergentes, notamment en Inde, la lenteur de la mise en œuvre de réformes structurelles mine la confiance des entreprises et freine le rythme d'augmentation

de la production potentielle.

1 On a observé un recul notable des exportations des pays émergents vers la zone euro et vers la Chine (principal importateur d'un grand nombre des produits de base et des biens intermédiaires provenant de ces pays).

2 De part leurs liens commerciaux et financiers avec la zone euro, les pays émergents d'Amérique latine, la croissance du crédit est demeurée vigoureuse au premier trimestre de 2012.

3 Un nombre des mesures restrictives concernant le logement, notons le relèvement du montant de la mise de fonds, la hausse du taux hypothécaire et l'imposition de restrictions sur la propriété d'un logement secondaire.



monnaie du FMI et calculs de la Banque du Canada

En réaction au fléchissement de l'activité, les autorités des pays émergents ont entrepris d'assouplir les politiques budgétaire et monétaire. De nouveaux plans de relance voient le jour en Chine et au Brésil, et la plupart des pays émergents ont la capacité de mettre en place des mesures expansionnistes limitées, même si leur marge de manœuvre est moindre qu'en 2008. Nombreux sont d'ailleurs les pays émergents qui, récemment, ont profité d'une atténuation des tensions inflationnistes pour abaisser leur taux directeur. Les réformes structurelles devraient également concourir de manière importante à soutenir la progression d'une demande intérieure durable.

Les économies émergentes représentent une part faible (9 %), quoique croissante, des exportations canadiennes. Il reste que la demande en provenance de ces pays constitue le principal déterminant des prix des produits de base et, partant, des termes de l'échange du Canada. Dans ces pays, de la croissance à forte intensité énergétique aurait des répercussions notables sur les prix mondiaux des produits de base (Graphique 1-B). Par ailleurs, les pays émergents membres du G20 achètent près de 70 % des importations mondiales de minerai de fer et environ 50 % du cuivre, du

(suite à la page suivante)

► Les investissements des entreprises devraient s'accroître aux États-Unis.

soutien important à l'expansion de l'économie américaine durant la période projetée. Lorsque la situation en Europe s'améliorera et que l'incertitude entourant la politique budgétaire aux États-Unis sera levée, les investissements des entreprises devraient s'accroître, grâce à la solidité financière des entreprises et aux bénéfices appréciables réalisés. Bien que la croissance des exportations américaines devrait décélérer en 2012, en raison de l'incidence du ralentissement de la demande émanant des partenaires commerciaux et de l'appréciation passée du taux de change effectif réel du dollar américain, on s'attend à ce qu'elle se renforce à partir de 2013, lorsque la demande mondiale commencera à se redresser.

Compte tenu de la faiblesse de l'expansion aux États-Unis, on prévoit que l'offre excédentaire au sein de l'économie demeurera importante jusqu'à la fin de 2014 et qu'elle atténuera les tensions inflationnistes sous-jacentes.

## Le Japon

Le PIB réel du Japon a grimpé de 4,7 % au premier trimestre de 2012, ce qui est nettement supérieur à la projection d'avril. Ce rebond est attribuable à une hausse marquée de la consommation, alimentée par les subventions à l'achat de véhicules écoénergétiques, ainsi qu'à une progression robuste des dépenses publiques liées à la reconstruction. Les exportations ont aussi augmenté solidement à la faveur de la poursuite du rétablissement des activités, les effets des inondations en Thaïlande se faisant moins sentir. Comme l'inflation se maintient bien en deçà de l'objectif officiel de 1 %, la Banque du Japon a décidé d'accroître la taille de son programme d'achat d'actifs, de reporter de six mois sa date d'expiration et d'acquiescer des obligations d'État à plus longue échéance.

Le PIB réel du Japon devrait croître à un rythme modéré jusqu'à la fin de 2013, soutenu par l'activité de reconstruction et les programmes de relance gouvernementaux. On s'attend toutefois à ce que l'expansion économique ralentisse en 2014, en raison de l'effet modérateur exercé par le relèvement prévu de la taxe sur la valeur ajoutée<sup>3</sup>. Le niveau élevé du yen et le léger ralentissement de la demande étrangère devraient restreindre la progression des exportations jusqu'à la fin de 2014. Comparativement à ce qui était énoncé dans le *Rapport* d'avril, la croissance du PIB réel devrait être plus vigoureuse en 2012, mais un peu plus faible par la suite.

## Les économies de marché émergentes

La croissance économique en Chine ralentit plus fortement qu'anticipé au moment de la publication du *Rapport* d'avril (Encadré 1). L'expansion du PIB réel est passée à 7,6 % en glissement annuel, au deuxième trimestre de 2012, ce qui constitue le résultat le plus bas en plus de trois ans. Le resserrement antérieur des politiques monétaire et macroprudentielle a entraîné une décelération généralisée de la demande intérieure, alors que la demande extérieure plus faible, principalement européenne, a pesé sur la croissance des exportations. Les pressions inflationnistes s'amoindrissent, le taux d'accroissement des prix à la consommation étant tombé à 2,2 % en juin, du fait surtout de la modération de la hausse des prix des aliments. Les prix des logements ont aussi continué de descendre, en glissement annuel (Graphique 10). Compte tenu du ralentissement de l'expansion économique et de l'allègement des pressions exercées sur les prix, la Banque populaire de Chine a continué d'assouplir sa politique monétaire. Elle a réduit le taux des réserves obligatoires

► La croissance économique en Chine ralentit plus fortement qu'anticipé.



**Graphique 9 : Les conditions moroses sur le marché du travail aux États-Unis devraient limiter la progression de la consommation**



Nota : Les bandes verticales ombrées représentent des récessions ayant touché les États-Unis.  
Sources : Bureau of Labor Statistics des États-Unis et Statistique Canada  
Dernière observation : juin 2012

encore à ce que les conditions économiques nécessitent vraisemblablement le maintien du taux des fonds fédéraux à des niveaux exceptionnellement bas, au moins jusqu'à la fin de 2014.

La progression de la consommation devrait demeurer modeste au cours de la période de projection, alors que les ménages continuent d'assainir leur bilan dans un contexte de morosité du marché du travail, de compressions budgétaires et de faiblesse persistante des prix des maisons (Graphique 9). Cependant, l'accroissement du pouvoir d'achat réel découlant de la baisse des cours du pétrole devrait soutenir quelque peu les dépenses des ménages.

Le marché américain du logement reste anémique par rapport à ce qui a été observé lors des reprises précédentes. La demande de logements est toujours atone étant donné les critères rigoureux de souscription s'appliquant aux nouveaux prêts hypothécaires, alors que le stock important de logements inoccupés et de propriétés faisant l'objet d'une procédure de saisie continue à restreindre la hausse de la construction résidentielle et des prix. Les mises en chantier, qui avaient touché un creux de près de 500 000 logements pendant la récession, dépassent 700 000 logements, un chiffre toutefois nettement inférieur à la moyenne de 1,7 million de logements observée durant la décennie qui a précédé la crise. La construction résidentielle devrait continuer de progresser, à partir de ces niveaux toujours bas, soutenue en cela par une amélioration de la situation sur le marché du travail, un assouplissement graduel des conditions d'octroi de prêts et une baisse du stock de logements inoccupés.

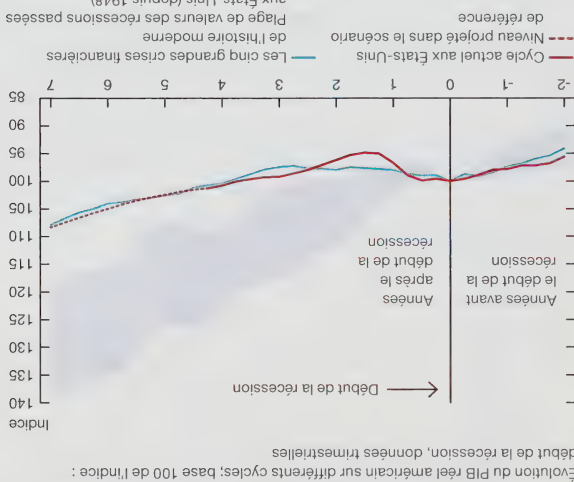
Le marché américain du logement reste anémique.

Les taux d'occupation élevés et les conditions d'emprunt difficiles modèrent également la croissance de la construction non résidentielle. On projette une reprise modeste dans ce secteur à compter de 2013, les effets de ces facteurs devant s'estomper graduellement.

L'incertitude engendrée par le débat sur les finances publiques aux États-Unis ainsi que la faiblesse de l'économie mondiale devraient priver quelque peu la progression des investissements des entreprises en 2012. Ceux-ci, de même que les exportations, devraient toutefois continuer d'apporter un

Par contre, on anticipe que la politique monétaire demeurera très expansionniste tout au long de la période projetée. La Réserve fédérale américaine a récemment prolongé de juin 2012 à la fin de l'année son programme visant à accroître l'échéance moyenne de son portefeuille de titres. Elle s'attend

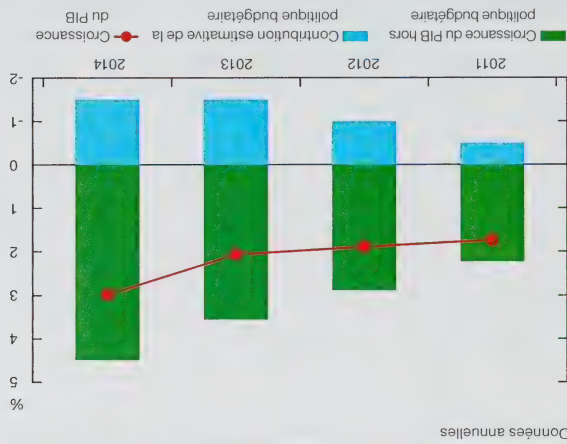
**Graphique 7 : Le PIB réel des États-Unis devrait progresser à un rythme relativement modeste par rapport aux reprises précédentes**



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

**Graphique 8 : L'assainissement des finances publiques devrait freiner fortement la croissance de l'économie américaine jusqu'à la fin de 2014**



Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects de ces dépenses sur d'autres composantes de la demande globale.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada



toute la période de projection, en raison de conditions financières plus restrictives, de nouvelles mesures d'austérité budgétaire ainsi que de la perte de confiance',

Malgré la situation économique fragile, l'inflation globale dans la zone euro, qui s'établissait à 2,4 % en juin, est demeurée relativement élevée, en partie à cause du relèvement des impôts indirects et des prix administrés. Les pressions inflationnistes sous-jacentes devraient s'atténuer au cours de la période projetée, en raison de l'incidence de l'accroissement des capacités inutilisées et du recul prévu des cours des produits de base, même si les effets des augmentations additionnelles des impôts indirects et des prix administrés continueront d'exercer des pressions à la hausse sur l'inflation mesurée.

Les autorités européennes ont annoncé le 29 juin dernier un certain nombre de nouvelles initiatives destinées à renforcer l'union monétaire et à assouplir les conditions d'emprunt de pays souverains<sup>2</sup>. La mise en œuvre à point nommé de ces mesures cruciales ainsi que d'autres réformes majeures seront probablement nécessaires pour continuer de contenir la crise.

## Les États-Unis

L'économie américaine continue d'afficher une expansion modérée, le PIB réel ayant cru de 1,9 % au premier trimestre de 2012, soit un taux légèrement inférieur aux attentes énoncées dans le *Rapport* d'avril. Le profil de croissance de l'économie américaine a été révisé à la baisse au cours de la période de projection, pour tenir compte d'une amélioration plus graduelle des conditions sur le marché du travail, de l'affaiblissement de la demande extérieure et de l'appréciation récente du dollar E.-U. On s'attend à ce que ces influences contrebalancent amplement l'incidence positive de l'assouplissement de la politique monétaire américaine et du recul des prix du pétrole.

On prévoit une croissance du PIB réel des États-Unis d'un peu moins de 2 %, en moyenne, jusqu'à la fin du premier semestre de 2013, en réaction aux effets restrictifs de l'assainissement budgétaire, de la réduction du levier d'endettement des ménages, de la faible progression de la demande extérieure et des conditions financières difficiles (*Graphique 7*). La croissance devrait se raffermir par la suite, en partie grâce à une augmentation modeste de la demande extérieure.

► L'économie américaine continue d'afficher une expansion modérée.

L'assainissement des finances publiques devrait freiner fortement la croissance de l'économie américaine au cours de la période projetée. Face à l'incertitude considérable entourant le rythme de l'assainissement budgétaire, la Banque prend pour hypothèse dans son scénario de référence que le freinage budgétaire se chiffrera à environ 1 point de pourcentage en 2012 et à 1,5 point en 2013 et en 2014 (*Graphique 8*). Toutefois, un durcissement prononcé de la politique budgétaire au début de 2013 (le « précipice budgétaire » est prévu dans la loi actuelle, ce qui pourrait retrancher jusqu'à 4 points de pourcentage à la croissance du PIB réel des États-Unis l'an prochain si la loi n'est pas modifiée).

► L'assainissement des finances publiques devrait freiner fortement la croissance de l'économie américaine.

1 La révision à la baisse des perspectives de croissance en 2012 est masquée par la progression du PIB au premier trimestre supérieure aux attentes, le taux de croissance annuel moyen étant le même que celui indiqué dans le dernier *Rapport*.

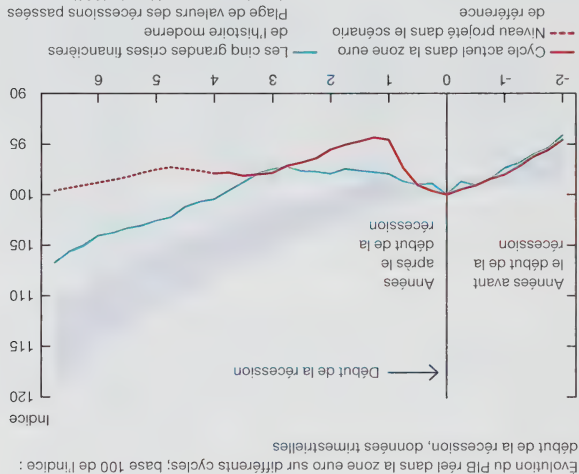
2 Voir la déclaration du sommet de la zone euro du 29 juin à l'adresse [http://conseilium.europa.eu/nedoc/cs/cms\\_data/docs/pressdata/1/ee/131360.pdf](http://conseilium.europa.eu/nedoc/cs/cms_data/docs/pressdata/1/ee/131360.pdf).

## La zone euro

Dans la zone euro, le PIB réel a reculé de 1,3 % au quatrième trimestre de 2011 et n'a pratiquement pas changé au premier trimestre de 2012. La croissance du PIB a été plus importante au premier trimestre que ce qui était anticipé dans le *Rapport d'avril*, mais il y a peu de chances que ce résultat inattendu se maintienne, puisque les conditions économiques continuent de se dégrader dans de nombreux pays de la zone. Avec près de la moitié des économies de la zone déjà en récession, le PIB réel et la demande intérieure privée sont inférieurs d'environ 2 et 6 % respectivement aux sommets qu'ils avaient atteints avant la crise. Les interactions défavorables entre le repli de l'activité économique et les vulnérabilités des secteurs souverain et bancaire se sont intensifiées, ce qui complique encore davantage l'assainissement budgétaire. Qui plus est, l'aggravation de la situation économique dans les pays périphériques a commencé à se propager aux grandes économies qui faisaient preuve de résilience auparavant. Le climat s'est détérioré et en juin, les indices des directeurs d'achat donnaient généralement à penser que l'activité se contractait, même au sein des grandes économies.

On entrevoit un recul du PIB de la zone euro au cours des trois derniers trimestres de 2012 (Graphique 6). Une très modeste reprise devrait s'amorcer en 2013, soutenue dans une large mesure par un redressement des exportations favorisé par le faible niveau de l'euro et un raffermissement graduel de la demande extérieure. La demande intérieure devrait freiner la croissance en 2013 et ne progresser que modérément en 2014, sous l'effet d'un léger regain de confiance et d'un certain assouplissement des conditions financières. Les perspectives de croissance dans la zone euro comparativement à celles énoncées dans le *Rapport d'avril* sont plus faibles pour

Graphique 6 : L'Europe stagne



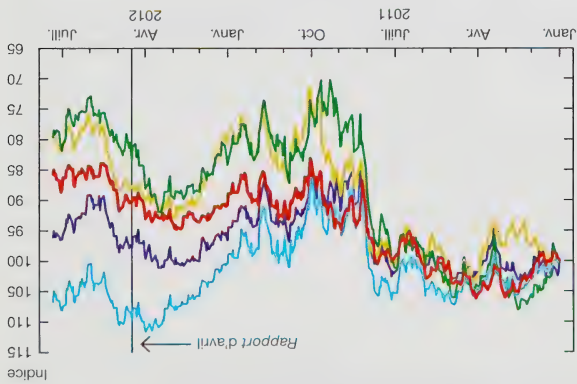
Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344. Sources : Eurostat, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada.

► Les conditions économiques continuent de se dégrader dans de nombreux pays de la zone euro.

► On entrevoit un recul du PIB de la zone euro au cours des trois derniers trimestres de 2012.

Graphique 4 : Les cours des actions se sont repliés ces derniers mois

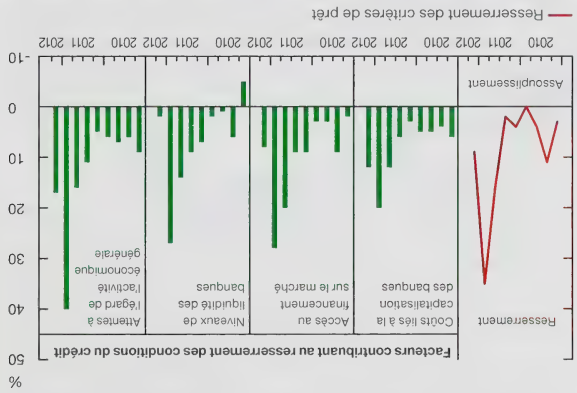
Base 100 des indices : 1<sup>er</sup> janvier 2011, données quotidiennes



Source : Bloomberg

Graphique 5 : Les banques de la zone euro ont continué à resserrer les conditions du crédit

Pourcentages nets des banques ayant resserré les conditions du crédit aux entreprises



Nota : Graphique établi à partir des résultats des enquêtes sur les conditions du crédit menées auprès des banques de la zone euro (Bank Lending Survey)

Source : Banque centrale européenne

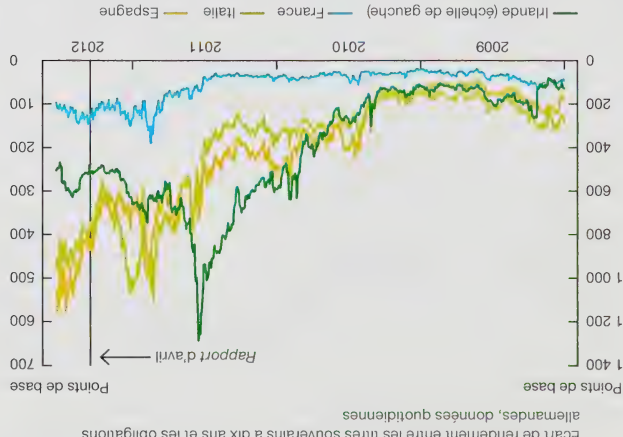
Dernière observation : 2012T1

relativement modeste de leurs coûts de financement, alors que celles de la zone euro sont soumises à des pressions accrues. Par conséquent, les banques de la zone ont continué à resserrer les conditions du crédit (Graphique 5).

La situation en Europe s'est aussi répercutée sur les conditions d'octroi de prêts bancaires dans un certain nombre d'autres pays. Les banques du Royaume-Uni ont durci les modalités de certains prêts aux ménages et aux sociétés. Bien que les banques américaines aient assoupli légèrement les normes en matière d'octroi de prêts de façon plus générale ces derniers mois, elles ont resserré leurs critères d'octroi de crédit aux banques européennes et aux sociétés non financières ayant une exposition élevée à l'Europe.

Les banques américaines ont assoupli légèrement les normes en matière d'octroi de prêts.

**Graphique 2 : Les écarts de taux relatifs aux obligations d'État de l'Italie et de l'Espagne atteignent ou avoisinent des sommets historiques**

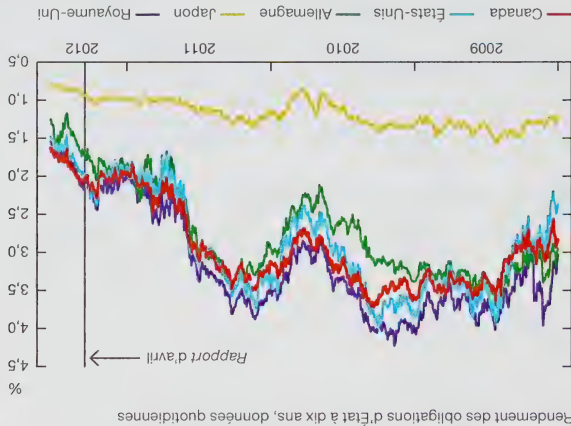


Nota : Faute de données suffisantes, les rendements des obligations d'État à neuf ans sont utilisés dans le cas de l'Irlande.

Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 juillet 2012

**Graphique 3 : Les rendements des obligations d'État de la plupart des grandes économies avancées ont touché récemment de nouveaux creux**



Source : Bloomberg

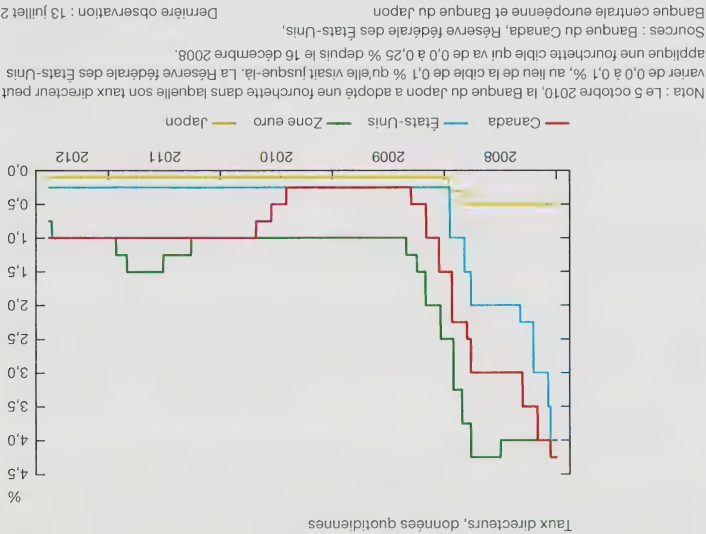
Dernière observation : 13 juillet 2012

► Les volumes d'émissions obligataires des sociétés à l'extérieur de l'Europe sont restés sensiblement les mêmes.

D'autres catégories d'actifs ont aussi été touchées par la détérioration du climat sur les marchés. Les cours des actions se sont repliés ces derniers mois, en particulier les actions des banques (Graphique 4). Toutefois, les volumes d'émissions obligataires des sociétés à l'extérieur de l'Europe sont restés sensiblement les mêmes et les écarts de rendement n'ont guère changé par rapport aux niveaux auxquels ils se situaient en avril. Les conditions du financement bancaire se sont durcies depuis quelques mois, mais l'ampleur du resserrement a varié selon les pays. Dans certains, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, les banques ont subi une hausse



**Graphique 1 : Les taux directeurs des économies avancées se situent à des niveaux historiquement bas**



## La conjoncture financière mondiale

Les conditions financières mondiales se sont dégradées.

Les pressions inflationnistes sous-jacentes dans les économies avancées devraient s'amoinrir au cours de la période projetée face aux importantes capacités inutilisées. Par conséquent, les banques centrales de certaines de ces économies ont accentué la détente monétaire, en abaissant leurs taux directeurs (Graphique 1) ou en recourant à de nouvelles mesures non traditionnelles. Les économies émergentes sont en train d'inverser une partie du resserrement passé de leurs politiques monétaires et ont annoncé de nouveaux programmes de relance budgétaire.

Les conditions financières mondiales se sont dégradées depuis la parution du dernier *Rapport*. Les inquiétudes renouvelées au sujet de la viabilité de la dette souveraine et de la santé des secteurs bancaires dans certaines économies de la zone euro, ainsi que les révisions à la baisse des perspectives de croissance de l'économie mondiale ont entraîné une nette détérioration du climat sur les marchés. Les écarts de rendement relatifs aux obligations d'état de quelques économies de la zone euro se sont fortement élargis au cours de la période, les écarts entre les obligations espagnoles et allemandes ayant atteint des niveaux inégaux depuis la création de la zone euro (Graphique 2).

Parallèlement, l'intérêt grandissant des investisseurs pour les actifs plus sûrs et plus liquides a fait tomber les rendements des obligations d'état de la majeure partie des grandes économies avancées à des creux sans précédent (Graphique 3) et exercé une intense pression à la hausse sur certaines monnaies comme le dollar É.-U. et le yen. Par contre, l'euro s'est vivement déprécié, et un grand nombre de pays émergents ont également vu leur monnaie fléchir en réaction au revirement prononcé des flux de capitaux.



Les perspectives de croissance de l'économie mondiale se sont affaiblies.

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale se sont affaiblies depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril. Alors que l'économie américaine continue de croître à un rythme graduel mais un peu plus lent, l'évolution de la situation dans la zone euro indique une nouvelle contraction. En Chine et dans les autres pays émergents, la décélération de la croissance économique a été plus prononcée qu'escompté précédemment. Ce ralentissement de l'activité économique à l'échelle du globe a entraîné un recul marqué des cours des produits de base, qui demeurent toutefois élevés. Les conditions financières mondiales se sont détériorées depuis la publication de la dernière livraison du *Rapport* et ont connu des périodes de volatilité considérable.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)				
		2011	2012	2013	2014
États-Unis	19	1,7 (1,7)	1,9 (2,3)	2,1 (2,5)	3,0 (3,6)
Zone euro	14	1,5 (1,5)	-0,6 (-0,6)	0,3 (0,8)	1,3 (1,4)
Japon	6	-0,7 (-0,7)	2,5 (1,9)	1,3 (1,6)	0,9 (1,6)
Chine	14	9,3 (9,2)	7,8 (8,1)	7,8 (8,0)	7,8 (8,0)
Autres pays	47	4,3 (4,3)	3,2 (3,4)	3,2 (3,5)	3,3 (3,7)
Ensemble du monde	100	3,8 (3,8)	3,1 (3,2)	3,1 (3,4)	3,5 (3,8)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011.  
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2012  
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.  
Source : Banque du Canada

L'expansion économique du globe, qui se situait à 3,8 % en 2011, devrait ralentir, pour s'établir à 3,1 % en 2012 et en 2013, puis remonter à 3,5 % en 2014 (Tableau 1). Étant donné ce profil de croissance relativement modeste, on entrevoit une augmentation du niveau des capacités inutilisées à l'échelle mondiale au cours de la période de projection. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que la crise de la zone euro restera contenue, bien que cette hypothèse soit entachée de risques à la baisse. Elle suppose aussi que la loi américaine actuelle prévoyant un resserrement marqué de la politique budgétaire au début de 2013 (qu'on appelle le « précipice budgétaire ») sera modifiée afin d'étaler les compressions budgétaires sur plusieurs années.

On entrevoit une augmentation du niveau des capacités inutilisées à l'échelle mondiale.

et que les attentes d'inflation restent bien ancrées. En raison de la baisse récente des prix de l'essence et comme les cours à terme laissent entrevoir la persistance de prix du pétrole moins élevés, la Banque anticipe que l'inflation mesurée par l'IPC global demeurera sensiblement en deçà de la cible de 2 % dans l'année à venir, avant de regagner la cible vers le milieu de 2013.

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité de pressions inflationnistes plus fortes au sein de l'économie mondiale, d'une plus grande robustesse des exportations canadiennes et d'un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens connaissent une croissance plus faible.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 17 juillet, de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Dans la mesure où l'expansion économique se poursuit et l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe graduellement, il se peut qu'une réduction modeste de la détente monétaire considérable actuellement en place au Canada devienne appropriée, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale et internationale.

# Vue d'ensemble

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale se sont affaiblies depuis avril. Alors que l'économie américaine continue de croître à un rythme graduel mais un peu plus lent, l'évolution de la situation en Europe indique une nouvelle contraction. En Chine et dans les autres pays émergents, la décélération de la croissance a été plus prononcée qu'escamotée, sous l'effet du resserrement passé des politiques et de la demande extérieure plus faible. Ce ralentissement de l'activité économique mondiale a entraîné un recul marqué des cours des produits de base, qui demeurent toutefois élevés. La combinaison de la hausse des capacités excédentaires dans le monde durant la période de projection et du recul des cours des produits de base devrait amoindrir les pressions inflationnistes à l'échelle du globe. Les conditions financières mondiales se sont également détériorées depuis avril et ont connu des périodes de volatilité considérable. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que la crise européenne restera contenue, bien que cette hypothèse soit entachée de risques à la baisse.

Bien que les vents contraires extérieurs freinent l'activité économique au Canada, des facteurs internes devraient soutenir une croissance modérée au rythme que la production potentielle à court terme, avant de s'accélérer au cours de 2013. La consommation et les investissements des entreprises devraient être les principaux moteurs de la croissance, à la faveur de conditions financières très expansionnistes au Canada. Toutefois, leur rythme sera influencé par les vents contraires extérieurs, notamment les effets des cours moins élevés des produits de base sur les revenus et la richesse au pays, ainsi que par le niveau record de l'endettement des ménages. L'activité dans le secteur du logement, qui a atteint des niveaux inégaux, devrait ralentir. Les dépenses publiques ne devraient pas contribuer à la croissance en 2012 et devraient n'apporter qu'une contribution modeste par la suite, conformément aux plans d'assainissement des dépenses des gouvernements fédéral et provinciaux. On s'attend à ce que les exportations canadiennes se maintiennent en deçà du sommet atteint avant la récession jusqu'au début de 2014, compte tenu de la dynamique de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.

La Banque prévoit que l'économie croîtra à un rythme de 2,1 % en 2012, de 2,3 % en 2013 et de 2,5 % en 2014. L'économie devrait atteindre sa pleine capacité au second semestre de 2013, affichant donc une faible marge de capacités inutilisées un peu plus longtemps que prévu antérieurement. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 % durant la période de projection, alors que l'économie tourne près de son plein potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée.



---

## Table des matières

Vue d'ensemble .....	1
L'économie mondiale.....	3
La conjoncture financière mondiale.....	4
La zone euro .....	7
Les États-Unis.....	8
Le Japon .....	11
Les économies de marché émergentes .....	11
Encadré 1 : Évolution récente des économies émergentes .....	12
Les cours des produits de base .....	14
Les implications pour l'économie canadienne.....	16
Le dollar canadien.....	18
Encadré 2 : Améliorations apportées à l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada .....	19
L'économie canadienne.....	21
Les conditions financières.....	21
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	24
L'économie réelle.....	26
Encadré 3 : La part du Canada dans le marché mondial des exportations .....	33
L'inflation.....	34
Les risques entourant les perspectives.....	39



---

Malgré les perturbations à l'étranger, les résultats obtenus par le Canada  
ont suscité une profonde fierté... Et un désir très vif d'aller de l'avant.

—Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada  
1<sup>er</sup> mai 2012  
Toronto (Ontario)

# Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2012

---

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin et Agathe Côté. Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 13 juillet 2012.

# La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada<sup>1</sup>

## Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation a un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016.

Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

## L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour<sup>2</sup>. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des prix de composantes moins volatiles. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de guide à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

## Le régime de ciblage de l'inflation est symétrique et flexible

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

<sup>1</sup> Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada* concernant la recommandation de la cible de maîtrise de l'inflation (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

<sup>2</sup> Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire supplémentaire nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique  
Département des Communications  
Banque du Canada

Ottawa (Ontario) K1A 0G9  
234, rue Wellington

Téléphone : 613 782-8111  
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)  
Courriel : [info@banqueducanada.ca](mailto:info@banqueducanada.ca)  
Site Web : [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca)  
ISSN 1201-8783 (version papier)  
ISSN 1490-1242 (Internet)  
© 2012 Banque du Canada



# Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2012

CAJ  
FN 73  
-M56



# Monetary Policy Report Summary

July 2012

*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on data received up to 13 July 2012.*

Global growth prospects have weakened since April. While the economic expansion in the United States continues at a gradual but somewhat slower pace, developments in Europe point to a renewed contraction. In China and other emerging economies, the deceleration in growth has been greater than anticipated, reflecting past policy tightening and weaker external demand. This slowdown in global activity has led to a sizable reduction in commodity prices, although they remain elevated. The combination of increasing global excess capacity over the projection horizon and reduced commodity prices is expected to moderate global inflationary pressures. Global financial conditions have also deteriorated since April, with periods of considerable volatility. The Bank's base-case projection assumes that the European crisis will continue to be contained, although this assumption is subject to downside risks.

While global headwinds are restraining Canadian economic activity, domestic factors are expected to support moderate growth in Canada. The Bank expects the economy to grow at a pace roughly in line with its production potential in the near term, before picking up through 2013. Consumption and business investment are expected to be the primary drivers of growth, reflecting very stimulative domestic financial conditions. However, their pace will be influenced by external headwinds, notably the effects of lower commodity prices on Canadian incomes and wealth, as well as by record-high household debt. Housing activity is expected to slow from record levels. Government spending is not projected to contribute to growth in 2012 and to contribute only modestly thereafter, in line with plans to consolidate spending by federal and provincial governments. Canadian exports are projected to remain below their pre-recession peak until the beginning of 2014, reflecting the dynamics of foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

## Highlights

- Global growth prospects have weakened since April.
- The Canadian economy is expected to grow at a pace roughly in line with its production potential in the near term, before picking up through 2013.
- The Bank projects that the economy will grow by 2.1 per cent in 2012, 2.3 per cent in 2013 and 2.5 per cent in 2014. The economy is expected to reach full capacity in the second half of 2013.
- Core inflation is forecast to remain around 2 per cent over the projection horizon, while total CPI inflation is expected to remain noticeably below the 2 per cent target over the coming year before returning to target around mid-2013.
- On 5 June and 17 July, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.

The Bank projects that the economy will grow by 2.1 per cent in 2012, 2.3 per cent in 2013 and 2.5 per cent in 2014. The economy is expected to reach full capacity in the second half of 2013, thus operating with a small amount of slack for somewhat longer than previously anticipated.

Core inflation is forecast to remain around 2 per cent over the projection horizon as the economy operates near its production potential, growth in labour compensation stays moderate and inflation expectations remain well anchored. Given the recent drop in gasoline prices and with futures prices suggesting persistently lower



oil prices, the Bank expects total CPI inflation to remain noticeably below the 2 per cent target over the coming year before returning to target around mid-2013.

The inflation outlook in Canada is subject to significant risks.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher global inflationary pressures, stronger Canadian exports and stronger momentum in Canadian household spending.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to the European crisis, weaker global momentum and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.

### Projection for global economic growth

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth <sup>b</sup> (per cent)			
		2011	2012	2013	2014
United States	19	1.7 (1.7)	1.9 (2.3)	2.1 (2.5)	3.0 (3.6)
Euro area	14	1.5 (1.5)	-0.6 (-0.6)	0.3 (0.8)	1.3 (1.4)
Japan	6	-0.7 (-0.7)	2.5 (1.9)	1.3 (1.6)	0.9 (1.6)
China	14	9.3 (9.2)	7.8 (8.1)	7.8 (8.0)	7.8 (8.0)
Rest of the world	47	4.3 (4.3)	3.2 (3.4)	3.2 (3.5)	3.3 (3.7)
World	100	3.8 (3.8)	3.1 (3.2)	3.1 (3.4)	3.5 (3.8)

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2011. Source: IMF, *World Economic Outlook*, April 2012

b. Numbers in parentheses are projections used for the April 2012 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

### Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>

	2011	2012				2013				2014			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	1.9 (1.8)	1.9 (2.5)	1.8 (2.5)	2.0 (2.4)	2.3 (2.5)	2.3 (2.5)	2.4 (2.2)	2.6 (2.3)	2.7 (2.2)	2.5 (2.2)	2.3 (2.2)	2.2 (2.2)	2.2 (2.2)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	1.8 (2.0)	2.5 (2.7)	1.9 (2.3)	2.0 (2.5)	2.1 (2.5)	2.3 (2.4)	2.4 (2.4)	2.5 (2.3)	2.6 (2.2)	2.6 (2.2)	2.4 (2.2)	2.3 (2.2)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (1.9)	1.9 (1.8)	1.9 (1.8)	1.9 (1.8)	2.0 (2.1)	2.0 (2.1)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.6 (2.6)	2.4 (2.4)	1.7 (2.0)	1.2 (2.2)	1.6 (2.2)	1.5 (2.1)	1.5 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.5 (2.5)	2.2 (2.3)	1.6 (1.9)	1.1 (2.1)	1.5 (2.1)	1.5 (2.1)	1.6 (2.0)	2.1 (2.0)	2.1 (2.0)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI <sup>b</sup> (level)	94 (94)	103 (103)	93 (103)	86 (104)	87 (105)	88 (105)	89 (105)	89 (104)	89 (103)	88 (102)	88 (101)	87 (99)	87 (99)
Brent <sup>b</sup> (level)	109 (109)	118 (118)	109 (122)	100 (121)	99 (119)	98 (117)	98 (115)	98 (113)	97 (112)	96 (110)	96 (108)	95 (106)	94 (104)

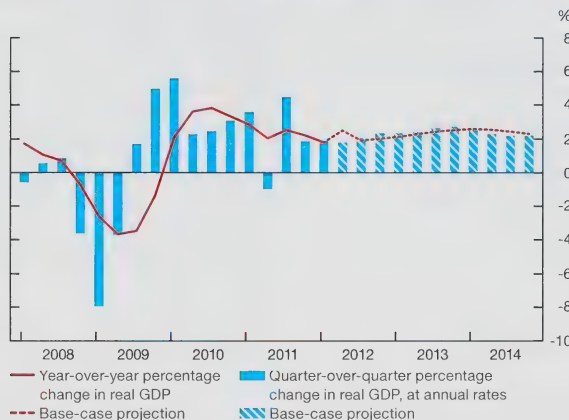
a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April 2012 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the prices of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 13 July 2012

Reflecting all of these factors, on 17 July, the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. To the extent that the economic expansion continues and the current excess supply in the economy is gradually absorbed, some modest withdrawal of the present considerable monetary policy stimulus may

become appropriate, consistent with achieving the 2 per cent inflation target over the medium term. The timing and degree of any such withdrawal will be weighed carefully against domestic and global economic developments.

### Real GDP is expected to grow at a moderate pace



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

### Core CPI inflation is expected to be steady, while total CPI inflation in Canada is projected to remain noticeably below 2 per cent over the coming year

Year-over-year percentage change, quarterly data



Note: Dotted lines indicate projections.

a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

---

## Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

**Monetary Policy Report** (January, April, July and October)

**Financial System Review** (June/December)

**Bank of Canada Review** (quarterly)\*

**Business Outlook Survey** (January, April, July and October)

**Senior Loan Officer Survey** (January, April, July and October)\*

**Speeches and Statements by the Governor\***

**Bank of Canada Banking and Financial Statistics** (monthly)\*

**Weekly Financial Statistics** (published each Friday)\*

**Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information**

**Annual Report\***

### **A History of the Canadian Dollar**

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

### **Conference Proceedings**

Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

### **Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers\***

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

---

\* Available only on the Bank's website

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

Print copies of the *Report* and the *Summary* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, 234 Wellington St., Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9

Telephone: 1 800 303-1282; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca); website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

## Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).

### Rapport sur la politique monétaire

Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

#### Revue du système financier

Paraît en juin et en décembre.

#### Revue de la Banque du Canada<sup>1</sup>

Paraît chaque trimestre.

#### Enquête sur les perspectives des entreprises

Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

#### Enquête auprès des responsables du crédit<sup>2</sup>

Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

#### Discours et déclarations du gouverneur<sup>3</sup>

#### Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada<sup>4</sup>

Paraît chaque mois.

#### Bulletin hebdomadaire de statistiques financières<sup>5</sup>

Paraît tous les vendredis.

\* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

**Recommandation de la cible de maîtrise de l'inflation :**  
**Rapport annuel<sup>6</sup>**  
**Le dollar canadien : une perspective historique**  
James Powell. Offert au prix de 8 \$ CAN, taxes en sus.  
**Actes de colloques**  
On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 \$ CAN. L'exemplaire, taxes en sus; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études et autres communications présentées à des colloques, séminaires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.  
**Rapports techniques, documents de travail et documents d'analyse<sup>7</sup>**  
Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes et aux banquiers centraux.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

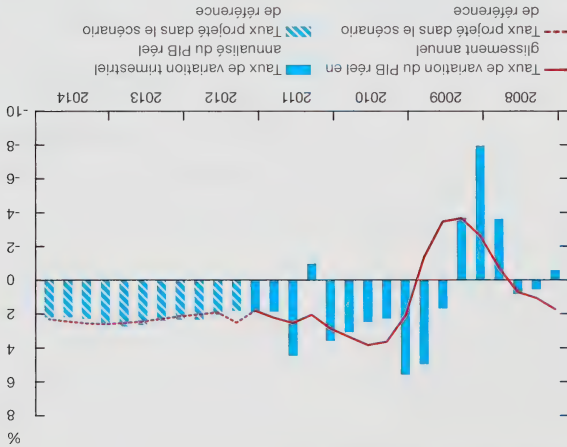
Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, 234, rue Wellington, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 1 800 303-1282; adresse électronique : [publications@banqueducanada.ca](mailto:publications@banqueducanada.ca); site Web : [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca)  
ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui présentent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

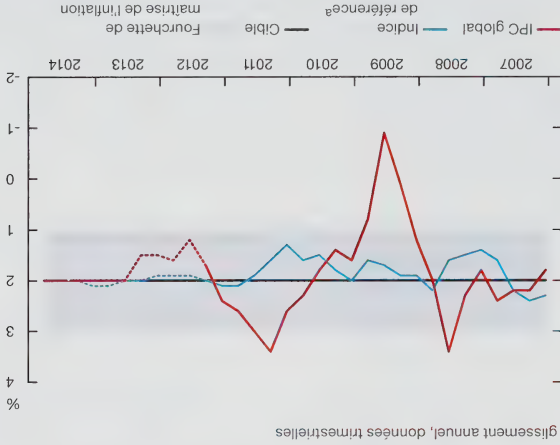
Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 17 juillet, de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Dans la mesure où l'expansion économique se poursuit et l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe graduellement, il se peut qu'une réduction modeste de la détente monétaire considérable actuelle-ment en place au Canada devienne appropriée, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale et internationale.

### Le PIB réel devrait progresser à un rythme modéré



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

### L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester stable, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global devrait bien au-dessous de 2 % au cours de la prochaine année



Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.  
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada



Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité de pressions inflationnistes plus fortes au sein de l'économie mondiale, d'une plus grande robustesse des exportations canadiennes et d'un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à un moindre dynamisme de l'économie mondiale et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens connaissent une croissance plus faible.

millieu de 2013.

au second semestre de 2013, affichant donc une faible marge de capacités inutilisées un peu plus longtemps que prévu antérieurement.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 % durant la période de projection, alors que l'économie tourne près de son plein potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée et que les attentes d'inflation restent bien ancrées. En raison de la baisse récente des prix de l'essence et comme les cours à terme laissent entrevoir la persistance de prix du pétrole moins élevés, la Banque anticipe que l'inflation mesurée par l'IPC global demeurera sensiblement en deçà de la cible de 2 % dans l'année à venir, avant de regagner la cible vers le milieu de 2013.

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	2011	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)	
		2012	2013
Etats-Unis	19	1,7 (1,7)	2,1 (2,5)
Zone euro	14	1,5 (1,5)	-0,6 (-0,6)
Japon	6	-0,7 (-0,7)	2,5 (1,9)
Chine	14	9,3 (9,2)	7,8 (8,1)
Autres pays	47	4,3 (4,3)	3,2 (3,4)
Ensemble du monde	100	3,8 (3,8)	3,1 (3,4)
			3,5 (3,8)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en partie des pouvoirs d'achat pour 2011.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2012

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2012 du Rapport sur la politique monétaire.

Source : Banque du Canada

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>

	2011				2012				2013				2014			
	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	1,9	1,9	1,8	2,0	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,2	1,8	2,5	1,9	2,0	2,5	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,2	2,4	2,3	2,6	2,3
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1	2,1	2,0	1,9	1,9	2,5	2,4	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6	2,4	1,7	1,2	1,6	2,2	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,5	2,2	1,6	1,1	1,5	2,1	1,5	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI <sup>b</sup> (niveau)	94	103	93	86	87	88	89	89	89	88	88	88	87	87	88	87
Brent <sup>b</sup> (niveau)	109	118	109	100	99	98	98	98	98	96	96	96	95	94	96	94

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril 2012 du Rapport sur la politique monétaire.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermédiaire et Brent (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 juillet 2012.

# Rapport sur la politique monétaire

## Sommaire

Juillet 2012

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur les données reçues au 13 juillet 2012.

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale se sont affaiblies depuis avril. Alors que l'économie américaine continue de croître à un rythme graduel mais un peu plus lent, l'évolution de la situation en Europe indique une nouvelle contraction. En Chine et dans les autres pays émergents, la décélération de la croissance a été plus prononcée qu'escamotée, sous l'effet du resserrement des politiques et de la demande extérieure plus faible. Ce ralentissement de l'activité économique mondiale a entraîné un recul marqué des cours des produits de base, qui demeurent toutefois élevés. La combinaison de la hausse des capacités excédentaires dans le monde durant la période de projection et du recul des cours des produits de base devrait amoindrir les pressions inflationnistes à l'échelle du globe. Les conditions financières mondiales se sont également détériorées depuis avril et ont connu des périodes de volatilité considérable. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que la crise européenne restera contenue, bien que cette hypothèse soit entachée de risques à la baisse.

Bien que les vents contraires extérieurs freinent l'activité économique au Canada, des facteurs internes devraient soutenir une croissance modérée au pays. La Banque prévoit que l'économie progressera à peu près au même rythme que la production potentielle à court terme, avant de s'accélérer au cours de 2013. La consommation et les investissements des entreprises devraient être les principaux moteurs de la croissance, à la faveur de conditions financières très expansionnistes au Canada. Toutefois, leur rythme sera influencé par les vents contraires extérieurs, notamment les effets des cours moins élevés des produits de base sur les revenus et la richesse des pays, ainsi que par le niveau record de l'endettement des ménages. L'activité dans le secteur du logement, qui a atteint des niveaux inégaux, devrait ralentir. Les dépenses publiques ne devraient pas contribuer à la croissance en 2012 et devraient n'apporter qu'une contribution modeste par la suite, conformément aux plans

### Faits saillants

- Les perspectives de croissance de l'économie mondiale se sont affaiblies depuis avril.
- La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne progresse à peu près au même rythme que la production potentielle à court terme, avant de s'accélérer au cours de 2013.
- La Banque prévoit que l'économie croîtra à un rythme de 2,1 % en 2012, de 2,3 % en 2013 et de 2,5 % en 2014. L'économie devrait atteindre sa pleine capacité au second semestre de 2013.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 % durant la période de projection, alors que l'inflation mesurée par l'IPC global devrait demeurer sensiblement en deçà de la cible de 2 % dans l'année à venir, avant de regagner la cible vers le milieu de 2013.
- Le 5 juin et le 17 juillet, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

d'assainissement des dépenses des gouvernements fédéral et provinciaux. On s'attend à ce que les exportations canadiennes se maintiennent en deçà du sommet atteint avant la récession jusqu'au début de 2014, compte tenu de la dynamique de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien. La Banque prévoit que l'économie croîtra à un rythme de 2,1 % en 2012, de 2,3 % en 2013 et de 2,5 % en 2014. L'économie devrait atteindre sa pleine capacité



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

Gouvernement du Canada  
Publication

91  
N 73  
56

# Monetary Policy Report

October 2012



# Canada's Inflation-Control Strategy<sup>1</sup>

## Inflation targeting and the economy

- The Bank's mandate is to conduct monetary policy to promote the economic and financial well-being of Canadians.
- Canada's experience with inflation targeting since 1991 has shown that the best way to foster confidence in the value of money and to contribute to sustained economic growth, employment gains and improved living standards is by keeping inflation low, stable and predictable.
- In 2011, the Government and the Bank of Canada renewed Canada's inflation-control target for a further five-year period, ending 31 December 2016. The target, as measured by the total consumer price index (CPI), remains at the 2 per cent midpoint of the control range of 1 to 3 per cent.

## The monetary policy instrument

- The Bank carries out monetary policy through changes in the target overnight rate of interest.<sup>2</sup> These changes are transmitted to the economy through their influence on market interest rates, domestic asset prices and the exchange rate, which affect total demand for Canadian goods and services. The balance between this demand and the economy's production capacity is, over time, the primary determinant of inflation pressures in the economy.
- Monetary policy actions take time—usually from six to eight quarters—to work their way through the economy and have their full effect on inflation. For this reason, monetary policy must be forward looking.
- Consistent with its commitment to clear, transparent communications, the Bank regularly reports its perspective on the forces at work on the economy and their

implications for inflation. The *Monetary Policy Report* is a key element of this approach. Policy decisions are typically announced on eight pre-set days during the year, and full updates of the Bank's outlook, including risks to the projection, are published four times per year in the *Monetary Policy Report*.

## Inflation targeting is *symmetric* and *flexible*

- Canada's inflation-targeting approach is *symmetric*, which means that the Bank is equally concerned about inflation rising above or falling below the 2 per cent target.
- Canada's inflation-targeting framework is *flexible*. Typically, the Bank seeks to return inflation to target over a horizon of six to eight quarters. However, the most appropriate horizon for returning inflation to target will vary depending on the nature and persistence of the shocks buffeting the economy.

## Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by fluctuations in the prices of certain volatile components (e.g., fruit and gasoline) and by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank also monitors a set of "core" inflation measures, most importantly the CPIX, which strips out eight of the most volatile CPI components and the effect of indirect taxes on the remaining components. These "core" measures allow the Bank to "look through" temporary price movements and focus on the underlying trend of inflation. In this sense, core inflation is monitored as an *operational guide* to help the Bank achieve the total CPI inflation target. It is not a replacement for it.

<sup>1</sup> See *Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target* (8 November 2011) and *Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information—November 2011*, which are both available on the Bank's website.

<sup>2</sup> When interest rates are at the zero lower bound, additional monetary easing to achieve the inflation target can be provided through three unconventional instruments: (i) a *conditional* statement on the future path of the policy rate; (ii) quantitative easing; and (iii) credit easing. These instruments and the principles guiding their use are described in the Annex to the April 2009 *Monetary Policy Report*.

The *Monetary Policy Report* is available on the Bank of Canada's website at [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca).

### For further information, contact:

Public Information  
Communications Department  
Bank of Canada  
234 Wellington Street  
Ottawa, Ontario K1A 0G9

Telephone: 613 782-8111;  
1 800 303-1282 (toll free in North America)  
Email: [info@bankofcanada.ca](mailto:info@bankofcanada.ca); Website: [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca)

ISSN 1201-8783 (Print)  
ISSN 1490-1234 (Online)  
©2012 Bank of Canada



BANK OF CANADA  
BANQUE DU CANADA

# Monetary Policy Report

---

October 2012

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:  
Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin and Agathe Côté.

This report includes data received up to 19 October 2012.

---



---

“While Canada’s economy is being affected by the global angst, the key areas of uncertainty abroad are all points of justifiable confidence here at home. Canada’s public finances are sound. Monetary policy is clear and credible. Canada’s financial system showed itself to be among the most resilient in the world through the crisis. Since then, it has strengthened further.”

—Mark Carney

*Governor, Bank of Canada  
15 October 2012  
Nanaimo, British Columbia*

---

# Contents

---

Overview .....	1
Global Economy .....	3
Global Financial Conditions .....	5
Box 1: The Implications of Recent U.S. Monetary Policy Developments.....	6
Euro Area .....	8
United States .....	9
Japan .....	12
Emerging-Market Economies .....	13
Commodity Prices .....	14
Implications for the Canadian Economy.....	16
Canadian Dollar.....	17
Canadian Economy.....	19
Financial Conditions .....	19
Potential Output Growth.....	22
Box 2: Revisions to Potential Output Growth .....	22
Estimated Pressures on Capacity .....	23
Box 3: Historical Revisions to the Canadian System of National Accounts .....	24
The Real Economy .....	26
Inflation .....	33
Risks to the Outlook.....	37



# Overview

---

The global economy has unfolded broadly as the Bank projected in July. The economic expansion in the United States is progressing at a gradual pace. Europe is in recession and recent indicators point to a continued contraction. In China and other major emerging economies, growth has slowed somewhat more than expected, though there are signs of stabilization around current growth rates. Notwithstanding the slowdown in global economic activity, prices for oil and other commodities produced in Canada have, on average, increased in recent months. Global financial conditions have improved, supported by aggressive policy actions of major central banks, but sentiment remains fragile.

In Canada, while global headwinds continue to restrain economic activity, domestic factors are supporting a moderate expansion. Following the recent period of below-potential growth, the economy is expected to pick up and return to full capacity by the end of 2013. The Bank continues to project that the expansion will be driven mainly by growth in consumption and business investment, reflecting very stimulative domestic financial conditions. Housing activity is expected to decline from historically high levels, while the household debt burden is expected to rise further before stabilizing by the end of the projection horizon. Canadian exports are projected to pick up gradually but remain below their pre-recession peak until the first half of 2014, reflecting weak foreign demand and ongoing competitiveness challenges. These challenges include the persistent strength of the Canadian dollar, which is being influenced by safe-haven flows and spillovers from global monetary policy.

After taking into account revisions to the National Accounts, the Bank projects that the economy will grow by 2.2 per cent in 2012, 2.3 per cent in 2013 and 2.4 per cent in 2014.

Core inflation has been lower than expected in recent months, reflecting somewhat softer prices across a wide range of goods and services. Core inflation is expected to increase gradually over coming quarters, reaching 2 per cent by the middle of 2013 as the economy gradually absorbs the current small degree of slack, the growth of labour compensation remains moderate and inflation expectations stay well anchored. Total CPI inflation has fallen noticeably below the 2 per cent target, as expected, and is projected to return to target by the end of 2013, somewhat later than previously anticipated.

The inflation outlook in Canada is subject to significant risks. The Bank's projection assumes that authorities in Europe are able to contain the ongoing crisis, and that the U.S. fiscal cliff will be avoided. Imbalances in the Canadian household sector remain the biggest domestic risk. This risk is two-sided.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher global inflationary pressures, stronger Canadian exports and renewed momentum in Canadian residential investment.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to the European crisis, weaker demand for Canadian exports and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.

Reflecting all of these factors, on 23 October, the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. Over time, some modest withdrawal of monetary policy stimulus will likely be required, consistent with achieving the 2 per cent inflation target. The timing and degree of any such withdrawal will be weighed carefully against global and domestic developments, including the evolution of imbalances in the household sector.



# Global Economy

The global economy has unfolded broadly as the Bank projected in its July *Monetary Policy Report*. While the economic expansion in the United States is progressing at a gradual pace, Europe is in recession, and recent indicators point to continued contraction. In China and other major emerging economies, growth has slowed somewhat more than expected, though there are signs of stabilization around current growth rates. Notwithstanding the slowdown in global economic activity, prices for oil and other commodities produced by Canada have increased, on average, in recent months. Global financial conditions have improved since the last *Report*, supported by the aggressive policy actions of major central banks, particularly the U.S. Federal Reserve, the European Central Bank (ECB) and the Bank of Japan (Chart 1 and Chart 2). Overall sentiment, however, remains fragile.

Following 3.8 per cent growth in 2011, global economic growth is expected to slow to 3.0 per cent in 2012 and 3.1 per cent in 2013, before rising to 3.5 per cent in 2014 (Table 1). The Bank's base-case scenario continues to be predicated on the following two important assumptions: the crisis in the euro area will remain contained, and a severe tightening of U.S. fiscal policy at the beginning of 2013, the so-called "fiscal cliff," will be avoided. The Bank's projections incorporate the impact on the global economy of these and other sources of uncertainty.

**Table 1: Projection for global economic growth**

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth <sup>b</sup> (per cent)			
		2011	2012	2013	2014
United States	19	1.8 (1.7)	2.1 (1.9)	2.3 (2.1)	3.2 (3.0)
Euro area	14	1.5 (1.5)	-0.5 (-0.6)	0.4 (0.3)	1.0 (1.3)
Japan	6	-0.7 (-0.7)	2.2 (2.5)	1.0 (1.3)	1.1 (0.9)
China	14	9.3 (9.3)	7.6 (7.8)	7.7 (7.8)	7.7 (7.8)
Rest of the world	47	4.3 (4.3)	3.2 (3.2)	3.1 (3.2)	3.3 (3.3)
World	100	3.8 (3.8)	3.0 (3.1)	3.1 (3.1)	3.5 (3.5)

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2011. Source: IMF, *World Economic Outlook*, October 2012

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2012 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Underlying global inflationary pressures are expected to ease over the projection horizon, given the considerable excess capacity observed in many advanced economies. The recent increase in energy and food prices will, however, provide a short-term offset, particularly in emerging-market economies (EMEs).

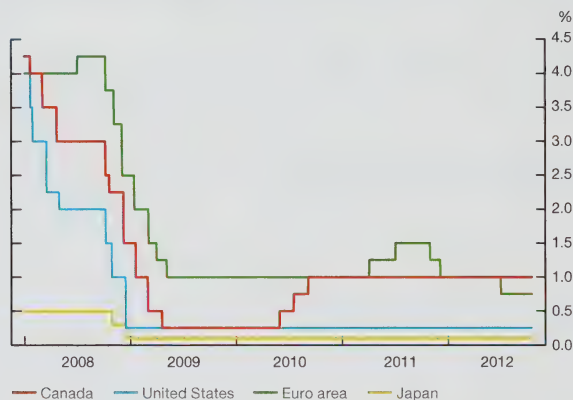
◀ The global economy has unfolded broadly as the Bank projected...

◀ ... supported by the aggressive policy actions of major central banks

◀ Underlying global inflationary pressures are expected to ease

**Chart 1: Policy interest rates remain at historically low levels in advanced economies**

Policy interest rates, daily data



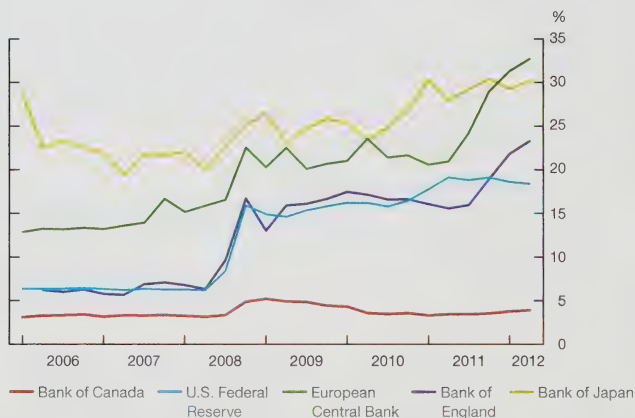
Note: On 5 October 2010, the Bank of Japan changed the target for its policy rate from 0.1 per cent to a range of 0.0 to 0.1 per cent. The U.S. Federal Reserve has been maintaining a target range for its policy rate of 0.0 to 0.25 per cent since 16 December 2008.

Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank and Bank of Japan

Last observation: 19 October 2012

**Chart 2: Some central banks have expanded their balance sheets further**

Central bank assets relative to GDP, quarterly data



Sources: Bank of Canada, Statistics Canada; U.S. Federal Reserve, U.S. Bureau of Economic Analysis; European Central Bank, Statistical Office of the European Communities; Bank of England, U.K. Office for National Statistics; Bank of Japan and Cabinet Office of Japan

Last observation: 2012Q2

## Global Financial Conditions

Global financial conditions have improved modestly since the last *Report*, supported by several significant central bank initiatives and reduced concerns about a serious near-term credit event. Tail risks in the euro area are perceived to have diminished significantly following the ECB's announcement of its Outright Monetary Transactions (OMT) program, while the announcement by the U.S. Federal Reserve of substantial additional monetary easing has provided further support for some risky assets (Box 1).<sup>1</sup>

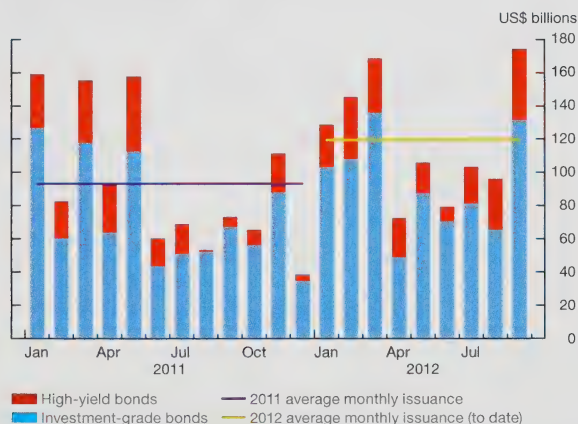
The more positive market tone has been reflected in narrower credit spreads, strong corporate issuance (Chart 3) and large gains in many equity markets. The extraordinary liquidity provided by central banks may also be pushing down measures of financial market volatility.

The OMT program, which allows the ECB to purchase government bonds in the secondary market, is designed to eliminate the risk of euro redenomination and improve the monetary policy transmission mechanism in the euro area.<sup>2</sup> This action, coupled with other encouraging policy developments in the euro area, has lowered the probability of a severe crisis and has led to a reversal of some safe-haven flows.<sup>3</sup> As a result, sovereign yields in several peripheral euro-area countries have declined substantially (Chart 4). Bond yields in peripheral euro-area countries nevertheless continue to be elevated, and significant financial market strains remain. Notably, there are signs of increasing fragmentation of European financial markets, with reduced cross-border financial activity and an evident home bias in investment portfolios.

- ◀ *Global financial conditions have improved modestly*
- ◀ *Tail risks in the euro area are perceived to have diminished*
- ◀ *Bond yields in peripheral euro-area countries nevertheless continue to be elevated*

**Chart 3: Activity in corporate credit markets is robust**

Global corporate issuance placed in U.S. dollars, monthly data



Note: Average values are calculated over the total yearly issuance of high-yield and investment-grade bonds.

Source: Bloomberg

Last observation: September 2012

- 1 The increase observed in risk appetite was also reinforced by the announcement of additional monetary accommodation by other central banks, including the Bank of Japan, which expanded the size of its Asset Purchase Program by about 10 trillion yen in mid-September.
- 2 The ECB has indicated that Outright Monetary Transactions will be considered only if they are warranted from a monetary policy perspective, and as long as the conditions established under the European Financial Stability Facility / European Stability Mechanism (ESM) program are fully respected.
- 3 This improvement in risk sentiment was further reinforced by other developments being interpreted as euro-area friendly, such as the Dutch elections and the decision of the German constitutional court that cleared the way for ratification of the ESM treaty, which was inaugurated in early October.

## Box 1

## The Implications of Recent U.S. Monetary Policy Developments

Following the 12-13 September meeting of the Federal Open Market Committee (FOMC), the U.S. Federal Reserve announced that it would purchase additional agency mortgage-backed securities at a pace of US\$40 billion per month. The Committee also stated that it would continue its purchases of mortgage-backed securities and undertake additional asset purchases, as appropriate, until substantial improvement in the outlook for the labour market has been achieved. In addition, the Committee extended its forward guidance for exceptionally low levels of the federal funds rate through at least mid-2015, and added that it expects a highly accommodative stance of monetary policy to remain appropriate “for a considerable time after the economic recovery strengthens.” Together, these actions have been dubbed “QE3.”

These policy measures are more aggressive than previously anticipated, thereby contributing to stronger growth over the projection horizon. In particular, the Bank expects these measures to support U.S. economic activity by:

- lowering mortgage rates, which will encourage home purchases and refinancing;
- encouraging investors to rebalance their portfolios toward riskier higher-return assets, thus:
  - creating positive wealth effects through higher asset prices, which will support consumption;
  - stimulating consumption and investment by reducing the cost of borrowing; and
- exerting downward pressure on the foreign exchange value of the U.S. dollar, thereby stimulating U.S. exports and reducing imports.

There is uncertainty regarding the magnitude of the impact of QE3 on U.S. financial conditions and economic activity. Estimates of the impact of earlier rounds of “QE” span a fairly wide range. Moreover, it is difficult to apply the earlier estimates to QE3 because (i) the macroeconomic and financial environment has changed; and (ii) unlike previous rounds, the Federal Reserve did not announce a predetermined quantity or time horizon for purchases under QE3.

U.S. financial conditions have eased since the release of the minutes of the 31 July-1 August FOMC meeting, where the possibility of taking additional policy actions was widely discussed (**Table 1-A**). Corporate credit spreads and borrowing rates have declined, equity prices have risen, and the U.S. dollar has also weakened. Moreover, issuance of investment-grade and high-yield corporate debt has proceeded at a near-record pace. It must be noted, however, that since many factors affect financial markets simultaneously, it is difficult to isolate the impact of the additional easing.

The Bank estimates that QE3 will lift the level of U.S. GDP by 1.3 per cent by 2014 and, more broadly, boost global economic activity, increasing the demand for Canadian exports and supporting commodity prices. Lower yields for a variety of U.S. asset classes mean that similar Canadian financial assets will now offer relatively higher returns. As a consequence, some substitution into Canadian assets can be expected, which would lower Canadian yields and put upward pressure on the value of the Canadian dollar.

On balance, QE3 is estimated to be modestly positive for the Canadian economy, lifting the level of real GDP by about 0.4 per cent by 2014. However, the precise impact will depend importantly on the extent to which the various channels of influence operate.

**Table 1-A: U.S. financial conditions have become more supportive**

Asset class	Current level <sup>a</sup>	Since FOMC meeting (13 September)	Since FOMC minutes (22 August) <sup>b</sup>
30-year mortgage rate	3.37	-18 bps	-29 bps
S&P 500 Index	1433.19	-1.83%	+1.39%
10-year U.S. Treasury yield	1.76%	+4 bps	+7 bps
U.S. investment-grade corporate bond spread	176 bps	-29 bps	-37 bps
U.S.-dollar trade-weighted index	79.62	-0.45%	-2.29%

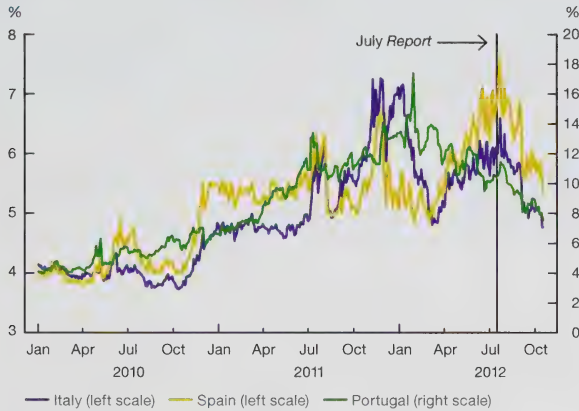
a. As of the close on 19 October 2012 or latest available data

b. Minutes of the August FOMC meeting where the possibility of additional quantitative easing was widely discussed and considered

Short-term yields in some core European countries are near zero, signalling that investors are still wary and are willing to pay a premium to protect their investments (**Chart 5**). In addition, the most recent bank lending survey in the euro area suggests that, in the second quarter, banks continued to tighten credit standards on loans to enterprises and that they expected to tighten standards further in the third quarter for all categories of loans.

**Chart 4: Yields in several peripheral euro-area economies have declined substantially**

Yields on 10-year sovereign bonds, daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 19 October 2012

**Chart 5: Short-term bond yields in some core European countries remain near historical lows**

Yields on 2-year sovereign bonds, daily data



Source: Bloomberg

Last observation: 19 October 2012

In the United States, the Federal Reserve has extended its forward guidance for exceptionally low levels for the federal funds rate through to at least mid-2015. Moreover, in addition to completing the maturity extension program, the Federal Reserve will provide further policy accommodation by purchasing additional agency mortgage-backed securities (MBS) at a pace of US\$40 billion per month. The Fed has indicated that it will continue this MBS purchase program (or undertake additional asset purchases) until there is a substantial improvement in the outlook for the U.S. labour market in a context of price stability (Box 1).

U.S. credit spreads have continued to narrow recently, with the yields on both investment-grade and high-yield corporate bonds declining to near-record levels, supported by robust investor demand. Spreads in the MBS market have also tightened substantially following the Federal Reserve announcement.

\* U.S. credit spreads have continued to narrow



The euro area is in recession

## Euro Area

The euro area is in recession. GDP contracted by 0.7 per cent in the second quarter of 2012, a slightly smaller decline than anticipated in the *July Report*. However, economic indicators suggest that the strained economic situation in peripheral economies continues to spread to the core countries. The euro-area composite Economic Sentiment Indicator (ESI) and the composite Purchasing Managers' Indexes both fell to near 3-year lows, and the ESIs for France and Germany have continued to slide (Chart 6).

**Chart 6: Severe weakness in peripheral euro-area economies has continued to spread to the core countries**

Economic Sentiment Indicator, monthly data

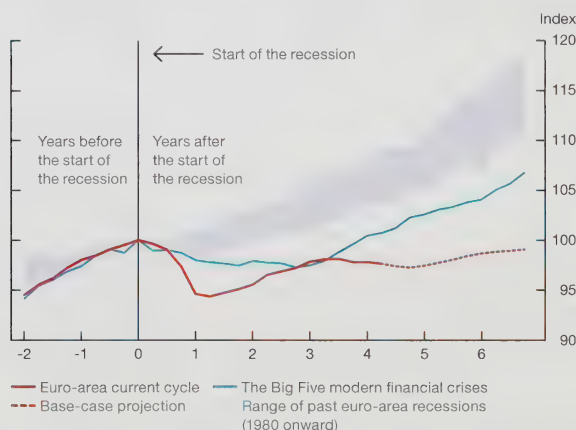


Source: European Commission

Last observation: September 2012

**Chart 7: Europe is stagnating**

Euro-area real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data



Note: The Big Five modern financial crises, as described in Reinhart and Rogoff (2008), are Spain (1977), Norway (1967), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C.M. Reinhart and K.S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: Eurostat, Organisation for Economic Co-operation and Development, and Bank of Canada projections

Euro-area activity is projected to contract further in the second half of 2012, and GDP is expected to decline by 0.5 per cent for the year as a whole. With ongoing bank deleveraging, fiscal austerity measures, tensions in financial markets and low confidence continuing to weigh on the outlook for the euro area, the Bank expects very modest growth of 0.4 and 1.0 per cent in 2013 and 2014, respectively. Domestic demand in the euro area is anticipated to remain extremely weak, with some offsetting support for economic activity provided by export growth. However, the level of euro-area GDP is projected to stay below its 2008 peak throughout the 2012–14 period (Chart 7).

- ◀ *Domestic demand in the euro area is anticipated to remain extremely weak*

Headline inflation in the euro area remained at 2.6 per cent in September, supported by increases in indirect taxes and administered prices in peripheral countries, as well as the recent run-up in energy prices. Inflation is expected to remain above 2 per cent throughout 2012 and to decline gradually to below 2 per cent over the projection horizon.

While the introduction of the OMT by the ECB provides time for reforms to be implemented, further substantive measures will be needed to continue to contain the crisis and put euro-area economies on a sustainable path. Fiscal and structural policy adjustments will take several more years to complete, and market confidence will be restored only gradually.

- ◀ *Further substantive measures will be needed to continue to contain the crisis*

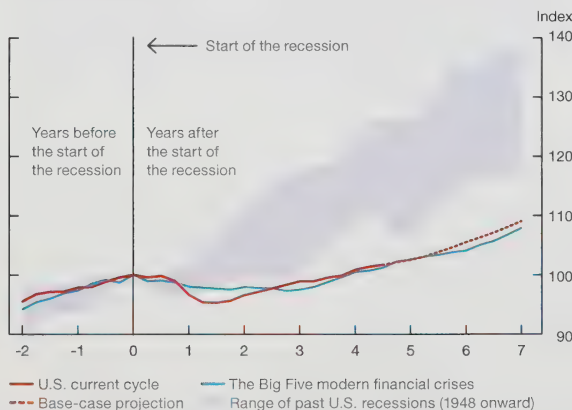
## United States

The U.S. economic expansion is continuing at a gradual pace, consistent with the experience of other advanced countries that have undergone severe financial crises (Chart 8). GDP growth in 2012 is projected to be slightly higher than previously anticipated, owing to historical revisions for late 2011 that affect annual average growth for 2012 and more than offset the negative effects of the severe drought on farm output. Fiscal consolidation, weak external demand and ongoing household deleveraging will

- ◀ *The U.S. economic expansion is continuing at a gradual pace*

**Chart 8: U.S. real GDP growth is projected to remain relatively modest compared with previous U.S. recoveries**

U.S. real GDP across economic cycles; start of recession = 100, quarterly data

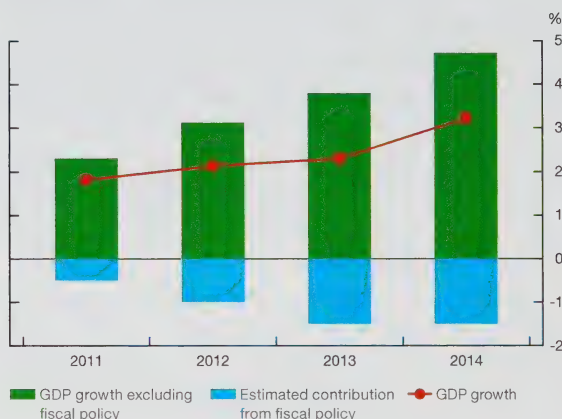


Note: The Big Five modern financial crises, as described in Reinhart and Rogoff (2008), are Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992). See C.M. Reinhart and K.S. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," *American Economic Review: Papers and Proceedings* 98, no. 2 (2008): 339–44.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, Organisation for Economic Co-operation and Development, and Bank of Canada projections

**Chart 9: Fiscal consolidation is projected to have a significant dampening effect on U.S. economic growth through 2014**

Annual data



Note: The contribution of fiscal policy to growth includes both direct government expenditures and the indirect effects on other components of aggregate demand.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

U.S. GDP growth has been revised up in 2013 and 2014, owing to a larger policy response by the Federal Reserve

There are signs that the uncertainty around the fiscal outlook has already begun to affect U.S. economic activity

nevertheless continue to restrain growth. In 2013, growth is projected to accelerate, supported by a pickup in external demand, a gradual improvement in labour market conditions and the recent announcement of additional policy easing by the Federal Reserve.

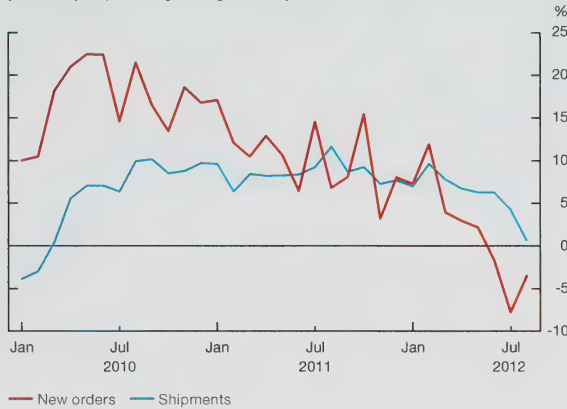
Relative to the July *Report*, U.S. GDP growth in 2013 and 2014 has been revised up to 2.3 per cent and 3.2 per cent, respectively, owing to a larger policy response by the Federal Reserve than was previously expected. These policy measures will support stronger growth over the projection horizon by lowering the cost of credit to consumers and businesses, boosting asset prices and wealth, and putting downward pressure on the U.S. dollar (Box 1), thus contributing to higher growth in consumption and both residential and non-residential investment than had been anticipated in July.

The Bank's base-case scenario assumes that the drag from fiscal consolidation will amount to roughly 1 percentage point in 2012 and 1.5 percentage points in both 2013 and 2014 (Chart 9). However, a severe tightening of fiscal policy at the beginning of 2013 is built into current legislation, which, if fully implemented, could reduce U.S. real GDP growth next year by approximately 4 percentage points. The outlook is therefore highly uncertain and is contingent on political willingness to address the impending fiscal cliff. There are signs that the uncertainty around the fiscal outlook, coupled with the fragile state of the European economy and other worrying external developments, has already begun to affect U.S. economic activity, with firms deciding to delay spending on some investment projects (Chart 10).

Consumption expenditures are expected to grow at a relatively slow but steady pace over the projection horizon. Weak labour market conditions continue to restrain household income, with the level of employment still 4.5 million below its previous peak (Chart 11). While the unemployment rate has declined in recent months, partly reflecting a further drop in labour force participation, it remains elevated. On the positive side, household net worth

#### Chart 10: Indicators of U.S. business investment have weakened

New orders and shipments of non-defence capital goods, excluding aircraft, year-over-year percentage change, monthly data

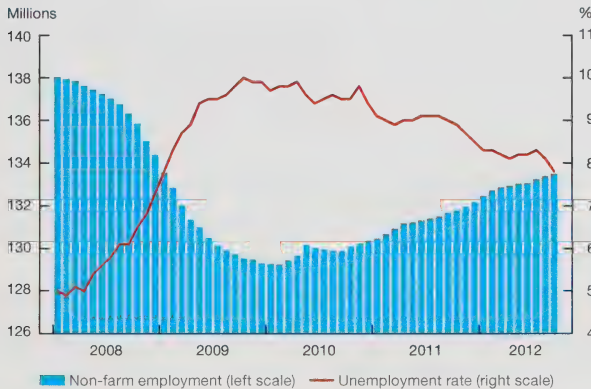


Source: U.S. Census Bureau

Last observation: August 2012

#### Chart 11: U.S. labour market conditions remain weak

Monthly data



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics

Last observation: September 2012

is gradually being rebuilt, supported by gains in both equity and house prices. In addition, the household debt-to-income ratio has returned to 2005 levels and the debt-service ratio has reached multi-year lows.

Residential investment has rebounded in recent quarters, albeit from a very depressed level. Although home-builder sentiment has improved significantly and the number of building permits has climbed above 800,000 for the first time since 2008 (Chart 12), housing demand remains subdued. The significant overhang of unoccupied dwellings, as well as homes in the foreclosure pipeline, continues to restrain new construction and limit upward pressure on prices. The Bank expects that a gradual easing in lending conditions, improving labour market conditions and underlying demographic demand will support the recovery in residential construction over the projection horizon. The announcement by the U.S. Federal Reserve that it will purchase mortgage-backed securities will also help in this regard.

Residential investment has rebounded in recent quarters, albeit from a very depressed level

**Chart 12: U.S. residential investment is gradually improving**

Note: The Housing Market Index (HMI) is based on a monthly survey of members of the National Association of Home Builders and is designed to take the pulse of the single-family housing market.

Sources: U.S. Census Bureau and National Association of Home Builders

Last observations: September and October 2012

*Growth in investment in equipment and software is projected to remain relatively weak in the short term before picking up*

The recovery in non-residential construction is expected to proceed at a modest pace, restrained by elevated vacancy rates and tight borrowing conditions. Growth in investment in equipment and software decelerated markedly in the first two quarters of 2012 and is projected to remain relatively weak in the short term, constrained in part by the uncertainty associated with the global economic outlook and the impending fiscal cliff. As these negative effects gradually dissipate and GDP growth picks up, growth in business investment is expected to rebound, supported by healthy corporate balance sheets. This rebound is slightly stronger than forecast in the *July Report*, owing to the additional monetary stimulus.

U.S. export growth in 2012 has been affected by slowing external demand and the past appreciation of the U.S. real effective exchange rate, but is projected to strengthen gradually starting in the second half of 2013 as global demand growth begins to recover.

*Excess supply in the U.S. economy is expected to remain significant until well beyond 2014*

Excess supply in the U.S. economy is expected to remain significant until well beyond 2014, dampening underlying inflationary pressures. Consumer price inflation will increase in the short term, however, reflecting the rapid increase in gasoline prices in recent months and the impact of the rise in food prices associated with the drought that affected vast areas of U.S. farmland. The additional policy easing by the Federal Reserve will also provide somewhat more support to inflation than previously anticipated.

## Japan

Real GDP growth in Japan decelerated to 0.7 per cent in the second quarter of 2012 from 5.3 per cent in the first quarter. The sharp slowdown was in line with expectations at the time of the *July Report* and reflected a broad-based slowdown in domestic demand, as well as continued weakness in external demand,



especially from Europe and China. The contribution from public investment was also lower in the second quarter; growth in this sector remained strong, however, owing to reconstruction efforts following the natural disasters of March 2011. Consumer price inflation in Japan remains slightly below zero.

Japan's real GDP growth is projected to average only about 1 per cent in 2013 and 2014. A strong yen, together with weak growth in foreign demand, is anticipated to weigh on the pace of economic activity in the short term, while a planned increase in the value-added tax on consumption and declining reconstruction-related spending are expected to dampen growth toward the end of the projection horizon.<sup>4</sup>

◀ *Japan's real GDP growth is projected to average only about 1 per cent in 2013 and 2014*

## Emerging-Market Economies

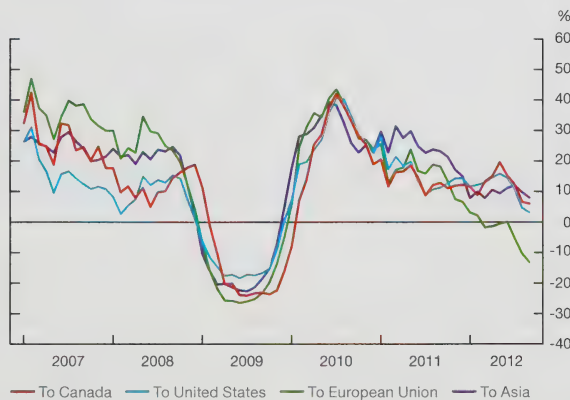
Real GDP growth in China slowed further in the third quarter of 2012 to 7.4 per cent on a year-over-year basis. The ongoing slowdown, also reflected in weak industrial production data, is the result of continuing efforts by Chinese authorities to rein in an overheated property market, as well as reduced external demand, particularly from Europe (Chart 13).

China's economy is expected to grow at a pace of about 7.7 per cent over the projection horizon. This represents a slight pickup from the recent rate of growth, but is a somewhat weaker forecast than in the *July Report*. Government spending on infrastructure should provide some support to growth over the projection period, but likely to a more limited extent than the stimulus measures introduced during the previous slowdown. Near-term growth in exports is expected to be dampened by weak activity in a number of advanced economies before picking up in mid-2013. Some additional slowing in housing is anticipated, although there is evidence that the housing market has recently stabilized, following a significant deceleration in activity.

◀ *China's economy is expected to grow at a pace of about 7.7 per cent, a slight pickup from the recent rate of growth*

**Chart 13: Demand for Chinese exports has been weakening**

Year-over-year growth rate of 3-month moving average of Chinese exports, monthly data



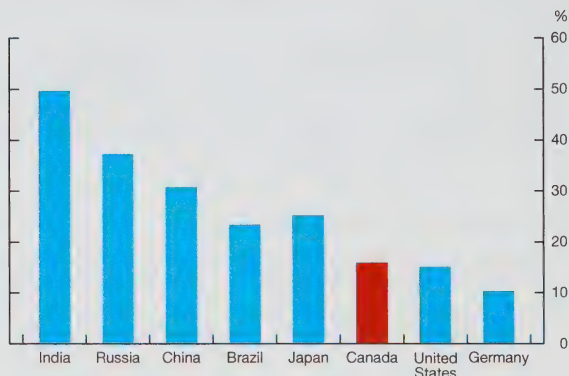
Source: China, General Administration of Customs

Last observation: September 2012

<sup>4</sup> In April 2014, Japan's value-added tax on consumption will increase to 8 per cent from 5 per cent, and then rise to 10 per cent in October 2015.

**Chart 14: Food accounts for a greater share of the CPI basket in emerging-market economies**

Share of food in CPI basket, monthly data



Sources: Haver Analytics and Bank of Canada calculations

Last observation: August 2012

Inflationary pressures in China appear well contained, with consumer price inflation at only 1.9 per cent in September compared with 6.1 per cent a year ago. However, since food represents a large portion of household expenditures, rising world food prices caused by severe droughts in a number of major food-producing countries are expected to exert significant upward pressure on China's inflation in coming quarters (Chart 14). Although the People's Bank of China eased monetary policy earlier this year, higher inflation due to rising food prices may limit the scope for further easing. Significant monetary policy easing may also be constrained by the fear of exacerbating existing domestic imbalances, particularly in the housing sector.

*Economic activity in several other large EMEs is also slowing*

Economic activity in several other large EMEs is also slowing in response to both external and domestic factors. After registering the lowest GDP growth since the financial crisis, activity in India appears to be weakening further, reflecting softer private consumption and investment. Recent indicators also suggest that GDP growth in Brazil will remain subdued in the second half of 2012. Owing to reduced near-term inflationary pressures, many EMEs have lowered their policy interest rates. As in China, however, further easing could be tempered by expected increases in food prices and still-elevated credit growth. Economic growth in the other large EMEs is expected to pick up gradually in the second half of 2013 as a result of the recent policy easing and somewhat stronger export markets.

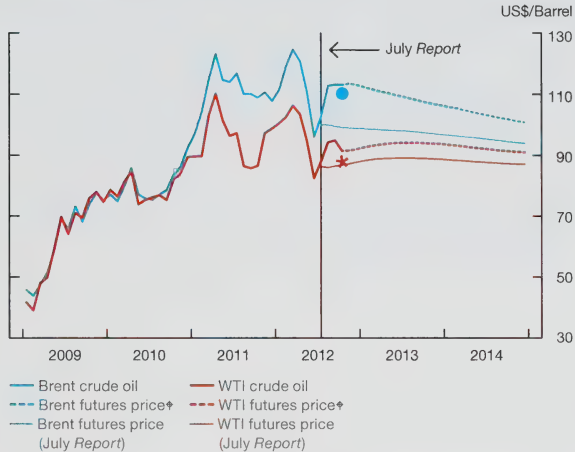
## Commodity Prices

*Prices for many commodities have increased*

Prices for many commodities have increased since the *July Report*. A rise in crude oil prices and a rebound in base metal prices, both partly related to the announcement of new policy stimulus measures in several countries, account for much of the recent movement. Oil prices measured by the Brent crude benchmark are about 23 per cent higher than the trough reached at the end of June, boosted by temporary supply disruptions in the North Sea and tensions in the Middle East. In contrast, while higher relative to their July level, crude oil prices captured by the West Texas Intermediate (WTI) benchmark have fallen in recent weeks, reflecting strong supply conditions in North

**Chart 15: Prices for crude oil have risen since the July Report and are expected to remain elevated over the projection horizon**

Monthly data



\* Spot price for WTI crude oil (19 October 2012)

• Front-month futures price for Brent crude oil (19 October 2012)

† Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 19 October 2012

Note: Values for WTI crude oil prices in October 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 19 October 2012. Values for Brent crude oil prices in October 2012 are estimates based on the average front-month futures prices up to 19 October 2012.

Source: Bank of Canada

America. The latest futures curves suggest that the spread between Brent crude oil prices and WTI prices will gradually narrow over the projection horizon, owing to some normalization of supply conditions (Chart 15). Relative to the July Report, futures curves also indicate that Brent and WTI oil prices will be about 10 per cent and 5 per cent higher, respectively, through 2014.

Natural gas prices in North America have also risen since the July Report but, at a little above US\$3 per million Btu, are still low as new fracking technologies continue to drive an expansion of supply. Based on the latest futures curve, natural gas prices are projected to continue to rise through 2014, similar to expectations in July.

Prices for non-energy commodities are also higher, on average, than in July, and are projected to stay above the levels anticipated at the time of the last Report through 2014, although substantial variation has been observed across some commodity groups over the past few months. Base metal prices have increased sharply since mid-August, offsetting part of the significant decline in prices observed earlier in the year. These prices are expected to continue increasing, albeit at a slower pace, over the projection horizon. Prices for agricultural products have broadly stabilized since the July Report after a drought-related spike. While agricultural prices are expected to remain elevated through mid-2013, they are projected to decline thereafter as supply conditions improve. Prices for forestry products, after rising through August, have returned to the levels observed at the time of the July Report. Over the next two years, the prices of forestry products are expected to improve gradually, supported by the recovery of the U.S. housing sector.

\* Oil prices measured by the Brent crude benchmark are about 23 per cent higher than the trough reached at the end of June

† Base metal prices have increased sharply since mid-August

External demand for Canada's exports remains modest

The foreign activity measure is expected to surpass its pre-recession level during the second half of 2013

## Implications for the Canadian Economy

External demand for Canada's exports, as estimated by the Bank's foreign activity measure, remains modest.<sup>5</sup> The measure has recovered only 60 per cent of the decline recorded during the 2008–09 recession, owing largely to protracted weakness in the U.S. housing sector. Despite the relatively subdued outlook for global economic growth, the foreign activity measure is projected to grow steadily over the next two years, reflecting a gradual recovery in the U.S. housing market and an anticipated increase in the growth of U.S. business investment once the uncertainty related to the fiscal cliff and the situation in Europe dissipates (Chart 16). Owing to the

**Chart 16: The foreign activity measure is expected to grow at a stronger pace than U.S. real GDP**

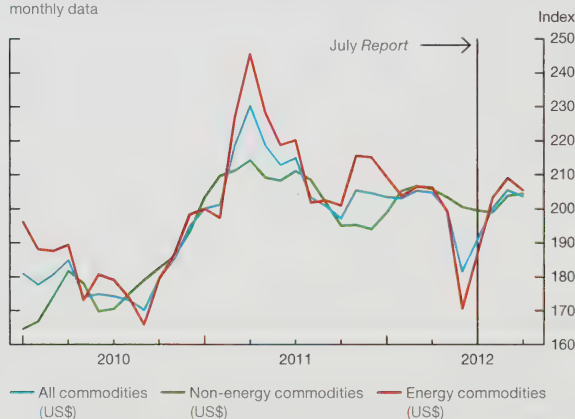
Index: 2007Q4 = 100, quarterly data



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 17: Commodity prices have increased since the July Report**

Bank of Canada commodity price index (rebased to January 2003 = 100), monthly data



Note: Values for October 2012 are estimates based on the average daily spot prices up to 19 October 2012.  
Source: Bank of Canada  
Last observation: 19 October 2012

<sup>5</sup> The foreign activity measure captures the composition of foreign demand for Canadian exports by weighting the various components of U.S. private final domestic demand and economic activity in other countries according to their importance for Canada's trade.

annual revisions to U.S. data, the level of the foreign activity measure is slightly lower than previously expected in the second quarter of 2012. However, upward revisions to the Bank's outlook for the U.S. economy imply stronger growth in the foreign activity measure over the projection horizon. The foreign activity measure is expected to surpass its pre-recession level during the second half of 2013.

The Bank of Canada's commodity price index (BCPI) has increased by approximately 6 per cent since July, contributing to an improvement in Canada's terms of trade (Chart 17). Prices received by Canadian producers of heavy crude oil, Western Canada Select (WCS), are up 13 per cent, owing in part to the resolution of pipeline and refinery outages that had previously weighed on prices. As a result, the spread between WCS and WTI has narrowed significantly. The BCPI is anticipated to remain relatively stable. A projected rise in natural gas prices and the continued recovery in base metal prices are expected to be offset by a gradual decrease in crude oil prices and some easing in agricultural prices.

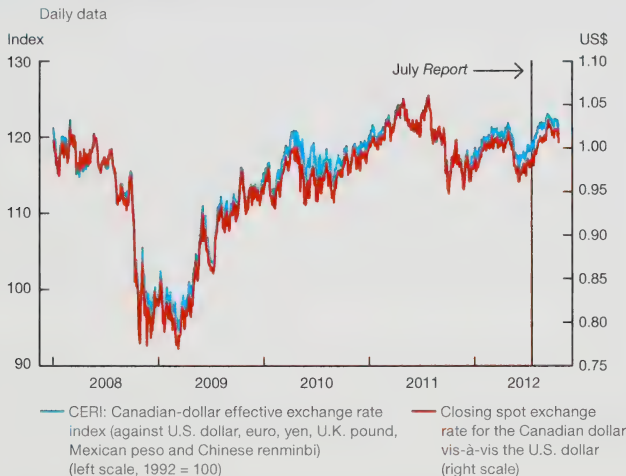
◀ The Bank's commodity price index has increased by approximately 6 per cent since July

## Canadian Dollar

The Canadian dollar has averaged 101 cents U.S. since the July Report, higher than the 98 cents U.S. assumed in July (Chart 18), and is assumed to average 101 cents U.S. over the projection horizon.

◀ The Canadian dollar is assumed to average 101 cents U.S.

**Chart 18: The Canadian dollar has appreciated**



Note: A rise in either series indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Last observation: 19 October 2012





# Canadian Economy

While global headwinds continue to restrain Canadian economic activity, domestic factors are supporting a moderate expansion. Following the recent period of below-potential growth, the Bank expects the economy to pick up in coming quarters, returning to full capacity by the end of 2013. The Bank continues to anticipate that the expansion will be driven mainly by growth in consumption and business investment, reflecting very stimulative domestic financial conditions. Housing activity is expected to decline from historically high levels, and household debt ratios are expected to rise further before stabilizing by the end of the projection horizon. Canadian exports are projected to pick up gradually but remain below their pre-recession peak until the first half of 2014, reflecting the weak level of foreign demand and ongoing competitiveness challenges. These challenges include the persistent strength of the Canadian dollar, which is being influenced by safe-haven flows and spillovers from global monetary policy.

Core inflation has been lower than expected in recent months, reflecting somewhat softer prices across a wide range of goods and services. Core inflation is expected to increase gradually over coming quarters, reaching 2 per cent by the middle of 2013 as the current small degree of slack in the economy is gradually absorbed, the growth of labour compensation stays moderate and inflation expectations remain well anchored. Total CPI inflation has fallen noticeably below the 2 per cent target, as expected, and is projected to return to target by the end of 2013, somewhat later than previously anticipated.

## Financial Conditions

In a context of somewhat improved global financial conditions, the supply and price of credit for businesses and households in Canada remain very stimulative (Chart 19), providing important ongoing support to the economic expansion.

Canadian financial markets have benefited from the modest reduction in global risk aversion in recent months. The S&P/TSX Composite Index has risen by roughly 8 per cent since the *July Report*, and volatility has diminished (Chart 20). Credit spreads on Canadian corporate bonds have continued to narrow, more than offsetting the slight increase in Canadian government bond yields. As a result, all-in corporate bond yields have fallen to record lows, and the volume of corporate bond issuance has remained robust.

Canadian banks continue to be well positioned to lend, with ready access to low-cost funding across the term structure in both Canadian and foreign currencies, on both a relative and absolute basis. Responses to the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* (available on the Bank's website under

◀ *Following the recent period of below-potential growth, the Bank expects the economy to pick up*

◀ *Core inflation has been lower than expected, and total CPI inflation has fallen noticeably below the 2 per cent target, as the Bank had anticipated*

◀ *Canadian financial markets have benefited from the modest reduction in global risk aversion*

◀ *Surveys suggest some further easing in business lending conditions in recent months*

**Chart 19: Borrowing costs for businesses and households remain at exceptionally low levels**

Weekly data



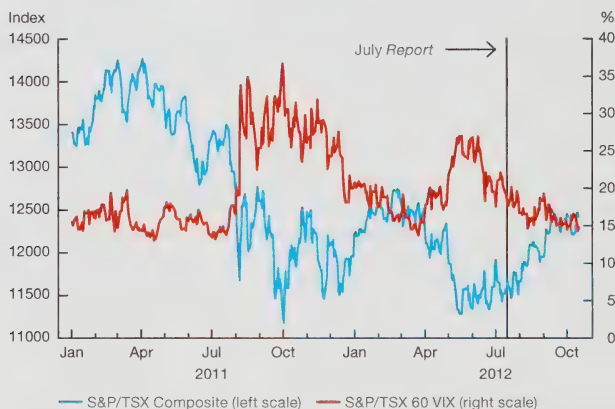
Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions/>>.

Source: Bank of Canada calculations

Last observation: 19 October 2012

**Chart 20: Volatility has declined, while equity prices have increased**

Daily data



Note: The S&P/TSX 60 Index covers approximately 73 per cent of Canada's equity market capitalization. The S&P/TSX 60 VIX is a measure of the 30-day implied volatility obtained from options contracts on the S&P/TSX 60 Index.

Source: Bloomberg

Last observation: 19 October 2012

Publications and Research > Periodicals > SLOS 2012Q3) and the balance of opinion of Canadian firms surveyed in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* (available on the Bank's website under Publications and Research > Periodicals > BOS Autumn 2012) both suggest some further easing in business lending conditions in recent months, extending a period of almost uninterrupted easing since late 2009 (Chart 21).

With financing conditions for Canadian firms remaining highly favourable, overall business credit has expanded in recent months at a rate above its historical average (Chart 22). However, the demand for credit stemming from the solid growth in business investment continues to be tempered by the historically high cash position of non-financial firms.

**Chart 21: Credit conditions for Canadian firms have eased further**

Balance of opinion



a. Weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions

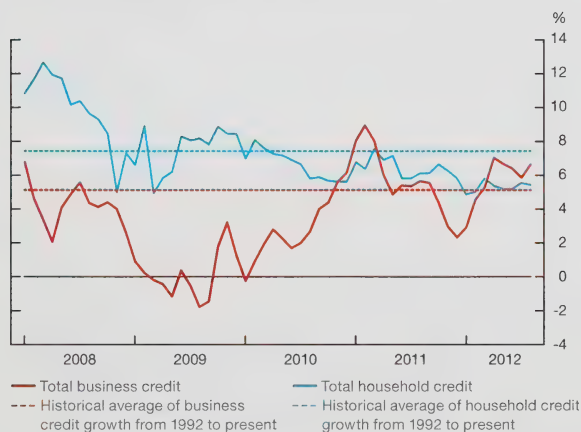
b. Percentage of firms reporting tightened credit conditions minus the percentage reporting eased credit conditions

Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q3

**Chart 22: The growth of business credit has stayed robust, while household credit growth has remained relatively moderate**

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Last observation: August 2012

Household credit continues to be readily available at near-record low rates. Growth in household credit has remained relatively stable at around 5.5 per cent since the beginning of the year, a pace below the historical average (Chart 22), following an extended period of rapid growth that led to a substantial buildup in household debt. Regulatory measures implemented in recent months are expected to moderate the growth of

*The household debt-to-income ratio is expected to continue to rise before stabilizing by the end of the projection horizon*

household credit somewhat. Nevertheless, the household debt-to-income ratio is expected to continue to rise before stabilizing by the end of the projection horizon.<sup>6</sup>

While growth in the narrow monetary aggregates remains moderate compared with the unusually rapid pace observed in late 2011, it has edged up in recent months, suggesting a slightly greater degree of liquidity preference, particularly among companies. Growth in the broad monetary aggregates has also picked up from earlier in the year, although it continues to be consistent with relatively subdued inflationary pressures ahead.

## Potential Output Growth

The Bank's projection for the growth of potential output in Canada over the 2012–14 period is unchanged from the projection in the October 2011 *Report* (Box 2). Potential output growth is expected to increase from 2.0 per cent in 2012 to 2.2 per cent in 2014. The projection horizon has now been extended to 2015, when the growth of potential output is expected to be 2.1 per cent. As a result of the recovery in investment spending, as well as efficiency gains, trend productivity is projected to improve as Canadian firms strive to adopt best practices in the face of competitive pressures. At the same time, demographic forces will continue to reduce the trend rate of labour input growth.

6 On 9 July 2012, four measures for new government-backed insured mortgages with loan-to-value ratios of more than 80 per cent were implemented. These measures: (i) reduced the maximum amortization period to 25 years from 30 years; (ii) lowered the maximum amount Canadians can borrow when refinancing to 80 per cent from 85 per cent of the value of their homes; (iii) fixed the maximum gross debt-service ratio at 39 per cent and the maximum total debt-service ratio at 44 per cent; and (iv) limited the availability of government-backed insured mortgages to homes with a purchase price of less than \$1 million. Moreover, the Office of the Superintendent of Financial Institutions also announced new guidelines for residential mortgage underwriting effective at the end of October 2012.

Potential output growth is expected to increase from 2.0 per cent in 2012 to 2.2 per cent in 2014

### Box 2

## Revisions to Potential Output Growth

Every October, the Bank reassesses the path for potential output growth underpinning its economic outlook. Potential output represents the level of goods and services that the economy can produce on a sustained basis without adding to inflationary pressures. Potential output growth can be thought of as the sum of the growth rates of trend labour input and trend labour productivity.

The growth rate of potential output is expected to increase gradually from 2.0 per cent in 2012 to 2.2 per cent in 2014, reflecting higher trend productivity growth, before edging down to 2.1 per cent in 2015 (Table 2-A). The slowing in 2015 results from a further decline in the growth of trend labour input coupled with no change in the growth rate of trend labour productivity.

The projected improvement in the growth of trend labour productivity is supported by solid investment spending, aided by very low interest rates and the relatively low cost of imported investment goods associated with the strong Canadian dollar, as well as by international competitiveness

pressures that encourage Canadian firms to adopt best practices. Growth in trend labour productivity is projected to rise from 1.2 per cent in 2012 to 1.5 per cent in 2014, and to remain at 1.5 per cent in 2015.

The growth rate of trend labour input over the projection horizon is expected to moderate from 0.8 per cent in 2012 to 0.6 per cent in 2015, driven by slower growth in the working-age population as well as a decline in the trend employment rate. Demographics are expected to have a continuing effect beyond 2015.

**Table 2-A: Assumptions for the growth of potential output**

	2012	2013	2014	2015
Potential output	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.2 (2.2)	2.1
Trend labour productivity	1.2 (1.1)	1.3 (1.3)	1.5 (1.5)	1.5
Trend labour input	0.8 (0.9)	0.8 (0.8)	0.7 (0.7)	0.6

Note: Figures in parentheses correspond to October 2011 estimates.



## Estimated Pressures on Capacity

The Canadian economy continues to operate with a small amount of spare capacity. While real GDP growth of 1.9 per cent in the second quarter was broadly in line with the growth of potential output, as expected, historical revisions to the National Accounts suggest slightly less economic slack in Canada through 2011 and early 2012 than previously estimated (**Box 3**). However, real GDP growth is estimated to have been weaker than anticipated at around 1.0 per cent in the third quarter, partly reflecting the impact on Canadian exports of transitory disruptions in the energy sector. Consistent with these dynamics, the Bank's conventional measure of the output gap widened slightly to -0.7 per cent in the third quarter (**Chart 23**).

Taken together, other indicators of pressures on capacity also point to the persistence of a small degree of slack in the Canadian economy. Responses to the Bank's *Business Outlook Survey* in recent quarters have shown that the proportion of firms that would have difficulty meeting an unexpected increase in demand has stayed close to its historical average, and while the proportion of firms reporting labour shortages has edged up, it is still slightly below its historical average. Despite solid gains in employment, the unemployment rate has been broadly steady over the past year, at a level consistent with a modest degree of slack in the economy (**Chart 24**). Moreover, both the duration of unemployment and the proportion of involuntary part-time workers continue to be elevated (**Chart 25**).

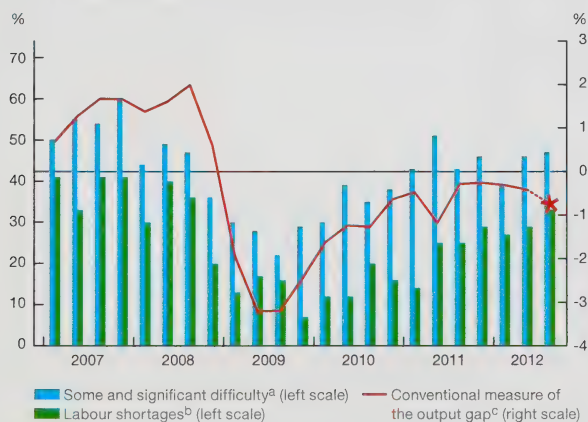
On balance, the Bank judges that the economy was operating at roughly two-thirds of a per cent below its production capacity in the third quarter of 2012, a slightly larger degree of slack than expected in July.

◀ *The Canadian economy continues to operate with a small amount of spare capacity*

◀ *Real GDP growth is estimated to have been weaker than anticipated at around 1.0 per cent in the third quarter*

◀ *The Bank judges that the economy was operating at roughly two-thirds of a per cent below its production capacity in the third quarter of 2012*

**Chart 23: The Canadian economy continues to operate with a small amount of excess supply**



a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

b. Response to *Business Outlook Survey* question on labour shortages. Percentage of firms reporting labour shortages that restrict their ability to meet demand.

c. Difference between actual output and estimated potential output from the Bank of Canada's conventional measure. The estimate for the third quarter of 2012 (indicated by \*) is based on a projected increase in output of 1.0 per cent (at annual rates) for the quarter.

Source: Bank of Canada

Last observation: 2012Q3

## Box 3

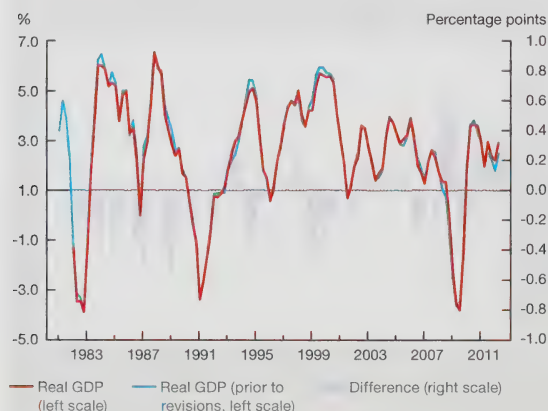
## Historical Revisions to the Canadian System of National Accounts

In October 2012, Statistics Canada published revised estimates for Canada's System of National Accounts.<sup>1</sup> The new data reflect the implementation of revised international accounting standards, including classification changes, as well as new and improved source data and methodologies. The nature of the revisions is such that new and old data are sometimes not directly comparable. Three revisions in particular bear mentioning:

- Spending on research and development is now capitalized, resulting in an upward revision to the level of both business and government investment over history, by an average of 5 per cent and 9 per cent, respectively. While this contributes to an upward revision to the average level of overall real GDP of 3 per cent since 1981, there is no significant change in the profile of real GDP growth (Chart 3-A). The revisions do not alter the depth or length of the recent recession, and leave the broad profile of the Bank's conventional estimate of the output gap roughly unchanged. Revisions to real GDP in recent quarters, largely owing to improved source data, suggest a slightly faster pace of growth since the beginning of 2011, resulting in a marginally smaller output gap in the second quarter of 2012 than previously estimated.

**Chart 3-A: Historical revisions do not significantly change the profile of real GDP growth**

Year-over-year percentage change in real GDP; quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2012Q2

1 Revisions to the National Accounts cover the period from 1981Q1 to 2012Q2, while revisions to the National Balance Sheet Accounts cover the period from 1990Q1 to 2012Q2.

- The new System of National Accounts redefines institutional sectors; in particular, households, non-profit institutions and Aboriginal governments are now separated out. The revised definition of the household sector contributes to a lower estimated level of disposable income.<sup>2</sup> In addition, the estimated level of debt held by households has been revised, owing primarily to changes in methodology and a new approach to allocating loans across sectors. As a result, household debt relative to disposable income under the new definition is higher in recent years, and shows a faster pace of increase (Chart 3-B).<sup>3</sup> Household net worth relative to disposable income has also been revised higher under the new definition, and is now estimated to have rebounded more strongly coming out of the recession, partly reflecting more extensive marking-to-market of asset values (Chart 3-C).<sup>4</sup> Finally, the household savings rate has been revised downward over most of its history, although it has been adjusted somewhat higher in recent years (Chart 3-D). At the margin, these revisions imply a more vulnerable household sector than previously thought.

**Chart 3-B: Household debt relative to disposable income now shows a faster pace of increase**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observations: 2012Q1 and 2012Q2

- 2 Household disposable income is also lower because it now excludes interest on household debt payable.
- 3 The revisions to income account for most of the change to the level of this ratio, while the faster growth of the ratio owes mainly to the revisions to debt.
- 4 For instance, valuation of unlisted shares at market value rather than at book value added approximately \$108 billion to household net worth in 2011.

(continued...)

## Box 3 (continued)

**Chart 3-C: Household net worth relative to disposable income has rebounded more strongly coming out of the recession than previously reported**

Quarterly data

Sources: Statistics Canada and  
Bank of Canada calculations

Last observations: 2012Q1 and 2012Q2

- Updated source data result in a material upward revision to the rate of growth of business investment since the recession, owing to stronger investment in non-residential structures. Hence, business investment is now estimated to have recovered to its pre-crisis level by late 2011, whereas previous estimates implied that recovery had occurred only in mid-2012 (**Chart 3-E**). The stronger recovery in investment implies a higher current capital stock.

**Chart 3-D: The household savings rate has been revised somewhat higher in recent years**

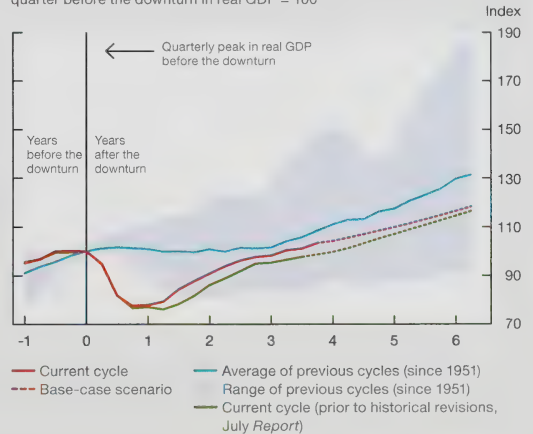
Household savings rate; quarterly data

Sources: Statistics Canada and  
Bank of Canada calculations

Last observation: 2012Q2

**Chart 3-E: Following historical revisions, the recovery in business fixed investment is now closer to its historical average**

Comparison of real business fixed investment across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 24: The unemployment rate is consistent with the persistence of some slack**

Monthly data

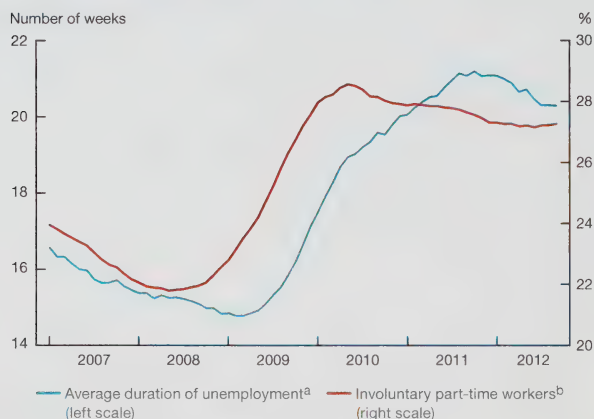


Source: Statistics Canada

Last observation: September 2012

**Chart 25: The duration of unemployment and the proportion of involuntary part-time workers continue to be elevated**

Monthly data



a. Expressed in number of weeks, unadjusted, 12-month moving average

b. Expressed as a percentage of total part-time employment, unadjusted, 12-month moving average

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

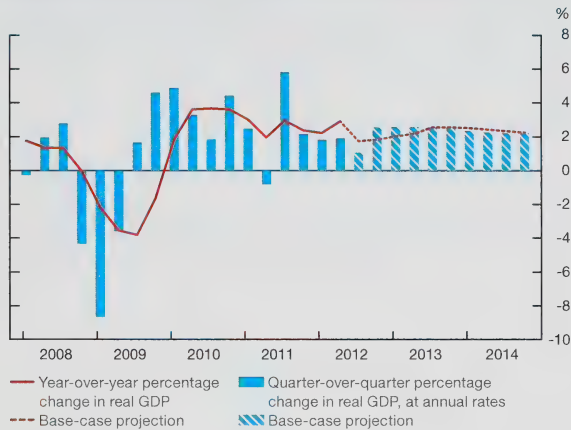
Last observation: September 2012

## The Real Economy

*The Bank expects growth in the Canadian economy to pick up in coming quarters*

The Bank expects growth in the Canadian economy to pick up in coming quarters to a somewhat faster pace than that of its production potential (Chart 26). On an average annual basis, real GDP growth is forecast to increase from 2.2 per cent in 2012 to 2.3 per cent in 2013 and 2.4 per cent in 2014 (Table 2). Although available indicators suggest that growth in the third quarter of this year was weaker than expected, the annual growth rate for 2012 is higher than in the *July Report*, owing largely to revisions that show

**Chart 26: Real GDP is expected to grow at a moderate pace**



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Table 2: Contributions to average annual real GDP growth**  
Percentage points<sup>a</sup>

	2011	2012	2013	2014
Consumption	1.4 (1.4)	1.0 (1.1)	1.2 (1.2)	1.2 (1.2)
Housing	0.1 (0.2)	0.3 (0.4)	-0.1 (0.0)	-0.1 (0.0)
Government	0.1 (0.1)	-0.2 (-0.3)	0.3 (0.3)	0.3 (0.3)
Business fixed investment	1.2 (1.4)	0.7 (0.5)	0.7 (0.8)	0.7 (0.8)
<b>Subtotal: Final domestic demand</b>	<b>2.7 (3.1)</b>	<b>1.8 (1.7)</b>	<b>2.1 (2.3)</b>	<b>2.1 (2.3)</b>
Exports	1.4 (1.4)	0.8 (1.3)	1.0 (1.0)	1.6 (1.4)
Imports	-1.8 (-2.2)	-0.7 (-0.9)	-0.8 (-0.9)	-1.3 (-1.2)
<b>Subtotal: Net exports</b>	<b>-0.4 (-0.8)</b>	<b>0.1 (0.4)</b>	<b>0.2 (0.1)</b>	<b>0.3 (0.2)</b>
Inventories	0.3 (0.1)	0.3 (0.0)	0.0 (-0.1)	0.0 (0.0)
<b>GDP</b>	<b>2.6 (2.4)</b>	<b>2.2 (2.1)</b>	<b>2.3 (2.3)</b>	<b>2.4 (2.5)</b>
<b>Memo items:</b>				
Potential output	1.6 (1.6)	2.0 (2.0)	2.1 (2.1)	2.2 (2.2)
Real gross domestic income (GDI)	3.7 (3.8)	1.5 (1.6)	2.8 (2.3)	2.6 (2.3)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2012 *Monetary Policy Report*. Those for potential output are from Technical Box 2 in the October 2011 *Monetary Policy Report*.

stronger growth in the third and fourth quarters of 2011 than previously estimated.<sup>7</sup> The outlook for growth is broadly similar to that expected in the July Report (Table 3).

The Bank continues to anticipate that consumption and business fixed investment will be the primary drivers of real GDP growth over the projection horizon, supported by accommodative domestic financial conditions (Chart 27). The pickup in growth from its trough in the third quarter of this year is expected to be driven primarily by a modest increase in net exports. This balances ongoing competitiveness challenges with the projected

<sup>28</sup> The Bank continues to anticipate that consumption and business fixed investment will be the primary drivers of real GDP growth

<sup>7</sup> Economic growth in the third and fourth quarters of 2011 was 5.8 per cent and 2.1 per cent, respectively, revised up from 4.5 per cent and 1.9 per cent. This stronger growth has the effect of lifting the average level of GDP in 2012, other things equal, thus contributing to a higher rate of annual average growth this year. (See [bankofcanada.ca](http://bankofcanada.ca); keyword search: "Measuring Economic Growth.")



**Table 3: Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>**

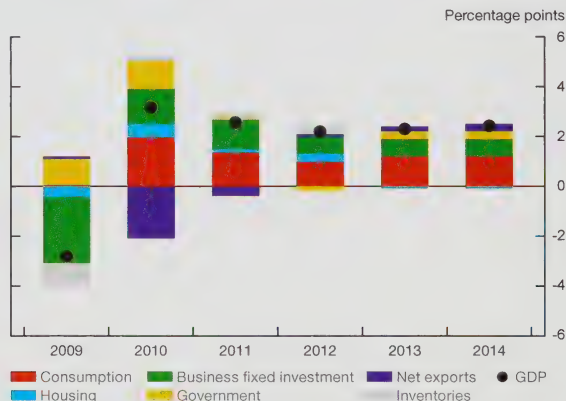
	2011	2012				2013				2014			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	2.1 (1.9)	1.8 (1.9)	1.9 (1.8)	1.0 (2.0)	2.5 (2.3)	2.6 (2.3)	2.6 (2.4)	2.6 (2.6)	2.5 (2.7)	2.3 (2.5)	2.2 (2.3)	2.2 (2.2)	2.2 (2.2)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.4 (2.2)	2.2 (1.8)	2.9 (2.5)	1.7 (1.9)	1.8 (2.0)	2.0 (2.1)	2.2 (2.3)	2.5 (2.4)	2.5 (2.5)	2.5 (2.6)	2.4 (2.6)	2.3 (2.4)	2.2 (2.3)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	1.5 (1.9)	1.6 (1.9)	1.7 (1.9)	1.8 (2.0)	2.1 (2.0)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.6 (2.6)	2.4 (2.4)	1.6 (1.7)	1.2 (1.2)	1.5 (1.6)	1.4 (1.5)	1.4 (1.5)	1.7 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.5 (2.5)	2.2 (2.2)	1.4 (1.6)	1.1 (1.1)	1.4 (1.5)	1.4 (1.5)	1.5 (1.6)	1.8 (2.1)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI <sup>b</sup> (level)	94 (94)	103 (103)	93 (93)	92 (86)	92 (87)	93 (88)	94 (89)	94 (89)	94 (89)	93 (88)	92 (88)	92 (87)	91 (87)
Brent <sup>b</sup> (level)	109 (109)	118 (118)	109 (109)	109 (100)	113 (99)	112 (98)	110 (98)	108 (98)	107 (97)	105 (96)	104 (96)	102 (95)	101 (94)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2012 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the prices of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 19 October 2012

**Chart 27: Private domestic demand is projected to account for most of Canada's economic growth**

Contributions to real GDP growth



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

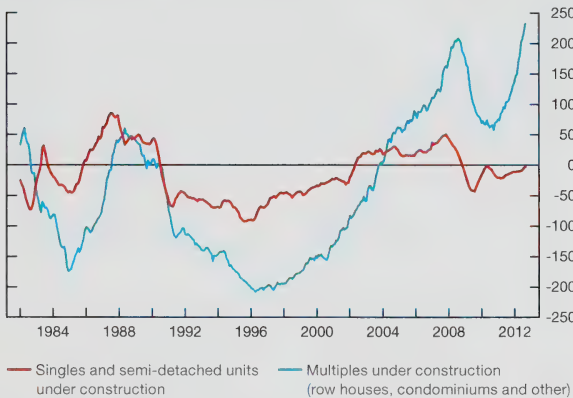
improvement in the growth of foreign activity, which is expected to pick up from an average rate of 3.5 per cent over the second and third quarters of 2012 to roughly 7 per cent over the projection horizon (Chart 16). The outlook for final domestic demand is slightly weaker than in the *July Report*, although the changes are relatively small. While the recent further easing in financial conditions and the favourable effects of higher terms of trade on Canadian incomes and wealth should provide additional support to domestic demand, recent indicators suggest slightly less momentum in residential and business fixed investment than previously projected.

*With signs of overbuilding, the level of housing investment still remains near historical highs*

Growth in household spending has been moderate. Growth in consumption, which was weak through the first half of 2012, is estimated to have picked up in the third quarter. Housing investment declined in the second and third

**Chart 28: New construction of multiple-family dwellings remains high despite signs of overbuilding**

Adjusted for population aged 25+ years, deviation from historical average, per 100,000 people, major metropolitan areas



Sources: Canada Mortgage and Housing Corporation, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Last observation: September 2012

quarters, following strong gains over the previous three quarters. Nonetheless, with signs of overbuilding, the level of housing investment still remains near historical highs (Chart 28).

It is possible that the elevated level of household debt is beginning to induce a more cautious attitude among Canadian households. As a result, the Bank's outlook for growth in household spending is little changed from the *July Report*, despite the supportive impact of improved financial conditions and higher terms of trade in recent months. Growth in consumption is thus expected to be moderate over the projection horizon, at a rate slightly below that of disposable income (Chart 29), resulting in a small increase in the personal savings rate (Chart 30). Residential investment is projected to contract, with its share of the overall economy declining from the current elevated level (Chart 31). In this regard, the measures implemented in recent months by federal authorities are expected to contribute to a more sustainable housing market in Canada.

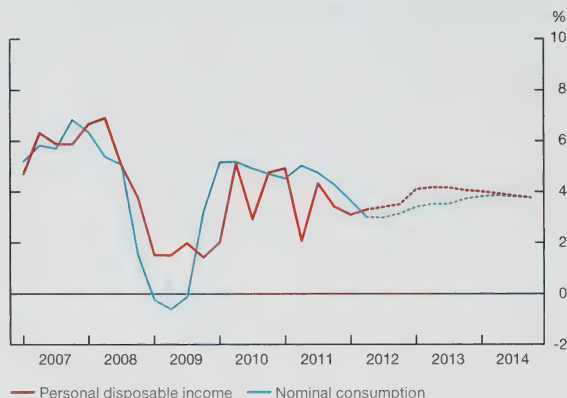
The comprehensive revisions to the System of National Accounts did not alter the recent broad profile of household spending. There are a few noteworthy adjustments, however. The household savings rate is now estimated to have been higher in recent years than previously reported, although it is generally lower than previously estimated prior to 2006 (Box 3). In addition, household net worth is now estimated to be higher than previously reported, showing a stronger recovery since the recession. Finally, the household debt-to-income ratio is now estimated to be 161 per cent as of the second quarter of 2012, a more elevated level than previously thought.

The Bank continues to forecast solid growth in business fixed investment over the projection horizon. This forecast reflects the strong financial positions of Canadian firms (Chart 32), favourable credit conditions, high commodity prices and the strong Canadian dollar, as well as the impetus to improve productivity amid heightened pressures to become more competitive. Although these factors have been marginally more supportive to the outlook

- ◀ *Growth in consumption is expected to be moderate*
- ◀ *Residential investment is projected to contract*
- ◀ *The household debt-to-income ratio is now estimated to be 161 per cent, a more elevated level than previously thought*
- ◀ *The Bank continues to forecast solid growth in business fixed investment, although global uncertainty is having an impact*

**Chart 29: Growth in personal disposable income is expected to be moderate**

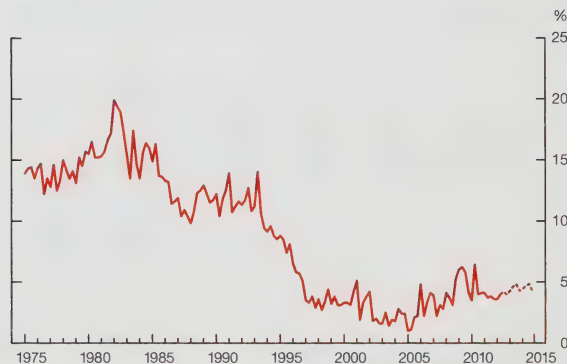
Year-over-year percentage change, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 30: The personal savings rate is expected to rise slightly but to remain relatively low**

Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

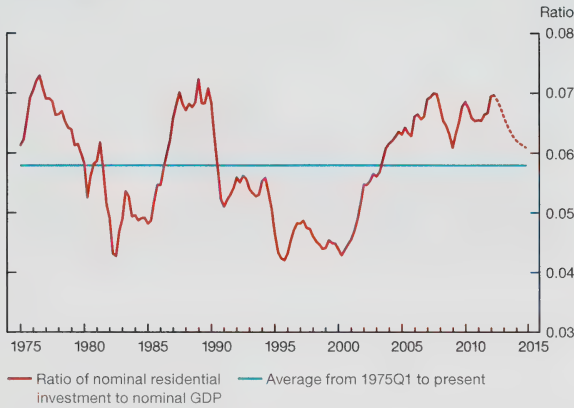
Government spending is expected to contribute modestly to real GDP growth

for capital spending in recent months, the projected growth profile for business fixed investment is somewhat less robust than in the *July Report* (Box 3, Chart 3-E). This is mainly because global economic uncertainty appears to be having a larger impact on the capital spending plans of Canadian businesses, as reflected in the less-positive responses to the Bank's autumn *Business Outlook Survey*. Moreover, many firms reported that following the recent completion of significant projects, they would now focus on achieving a more intensive use of existing capital.

Government spending is expected to contribute modestly to real GDP growth over the projection horizon. As in the July base-case scenario, these contributions are projected to be considerably weaker than has been typical historically (Chart 33), in line with the plans of federal and provincial governments to consolidate spending.

**Chart 31: The share of residential investment in GDP is expected to decline from its current high level to decline from its current high level**

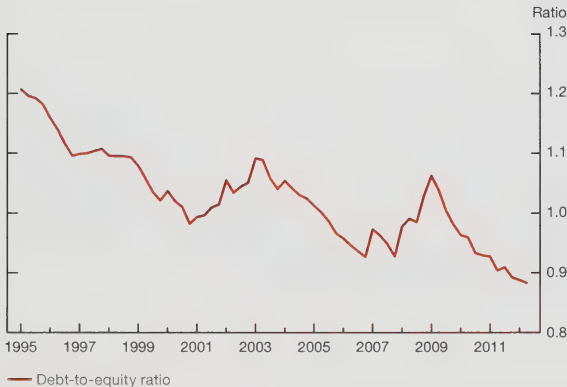
Quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 32: With leverage at historic lows, non-financial firms remain well positioned to invest**

Quarterly data

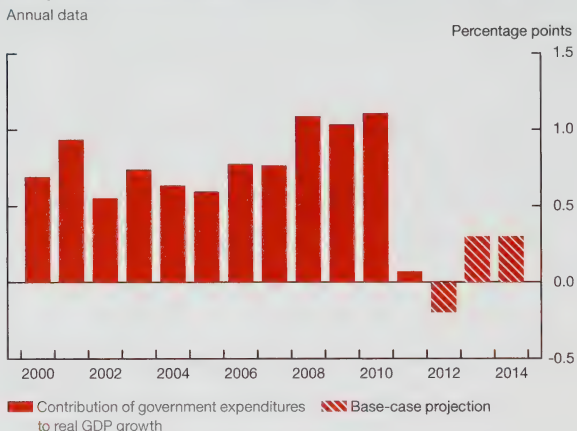


Source: Statistics Canada

Last observation: 2012Q2

The recovery in net exports is expected to remain weak. Growth in Canada's exports is projected to pick up but remain relatively moderate despite stronger growth in foreign activity (**Chart 16**), owing to ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar. As a result, the level of Canada's exports is not forecast to regain its pre-recession peak until the first half of 2014 (**Chart 34**). In contrast, the level of imports has already returned to its pre-recession peak. Partly as a result, Canada's current account balance has declined from a surplus before the recession to a deficit of around 4 per cent of GDP. This sizable current account deficit, which has been somewhat larger in recent quarters than previously estimated, is projected to diminish gradually over the forecast horizon (**Chart 35**).

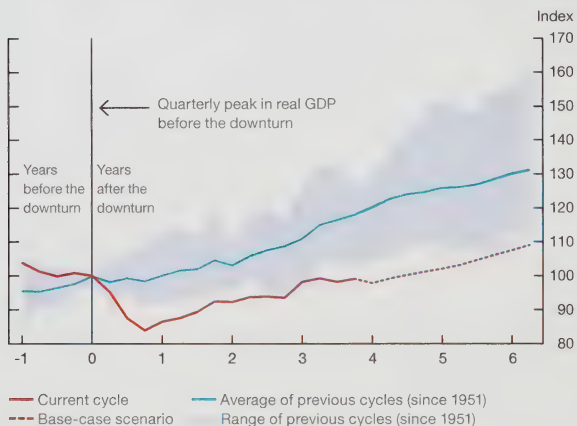
**Chart 33: The contribution of government spending to real GDP growth is expected to be modest**



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 34: The recovery in exports is expected to remain weak**

Comparison of real exports across economic cycles; quarter before the downturn in real GDP = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

*Projected growth in exports is slightly stronger, with the higher assumed value of the Canadian dollar only partly offsetting stronger U.S. demand*

The projected growth in exports is slightly stronger than in the *July Report*, with the higher assumed value of the Canadian dollar only partly offsetting the stronger-than-anticipated growth profile for U.S. business investment and the somewhat firmer recovery from low levels of U.S. demand for housing and automobiles. The projected growth in imports is similar to July, despite the higher assumed value for the Canadian dollar, reflecting the marginally weaker outlook for domestic demand. As a result, the projected contribution to real GDP growth from net exports is slightly higher than in the *July Report*, although it remains relatively modest.



**Chart 35: Canada's current account has been in deficit since the start of the crisis**

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: 2012Q2

Given the above projection for real GDP, the Canadian economy is expected to gradually absorb the currently small amount of slack in coming quarters, reaching full capacity by the end of 2013, slightly later than in the July Report.

- ◀ The Canadian economy is expected to reach full capacity by the end of 2013

## Inflation

Core CPI inflation averaged 1.5 per cent in the third quarter, down from an average of 2.0 per cent in the first half of the year. Alternative measures of core inflation have also fallen below 2 per cent in recent months (Chart 36). The decline in core CPI inflation has been greater than anticipated, reflecting somewhat softer prices across a wide range of goods and services. In contrast, gasoline prices have been firmer than expected in recent months, reflecting both higher world prices for crude oil and higher margins. As a result, total CPI inflation was in line with the Bank's expectations at 1.2 per cent in the third quarter, down from 1.6 per cent in the second quarter and 2.4 per cent in the first quarter (Chart 37).

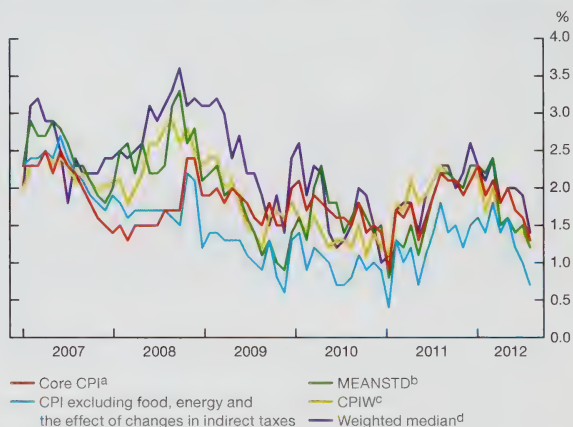
Inflation expectations remain well anchored. The October Consensus Economics forecasts for total CPI inflation in 2012 and 2013 were 1.8 per cent and 1.9 per cent, respectively. As reported in the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, almost all firms surveyed continue to expect average inflation over the next two years to remain within the 1 to 3 per cent inflation-control range. Market-based measures of longer-term inflation expectations also continue to be consistent with the 2 per cent inflation-control target.

Core inflation is expected to remain subdued in the near term before increasing gradually in coming quarters to reach 2 per cent by the middle of 2013, as the economy gradually absorbs the current small degree of slack and inflation expectations remain well anchored (Chart 37). In addition, growth in labour compensation is expected to stay moderate, consistent with recent trends in wage growth (Chart 38), thus contributing to

- ◀ The decline in core CPI inflation has been greater than anticipated
- ◀ Gasoline prices have been firmer than expected
- ◀ Inflation expectations remain well anchored
- ◀ Core inflation is expected to remain subdued in the near term before increasing gradually in coming quarters to reach 2 per cent by the middle of 2013

**Chart 36: Alternative measures of core inflation have fallen below 2 per cent**

Alternative measures of core inflation, year-over-year percentage change, monthly data



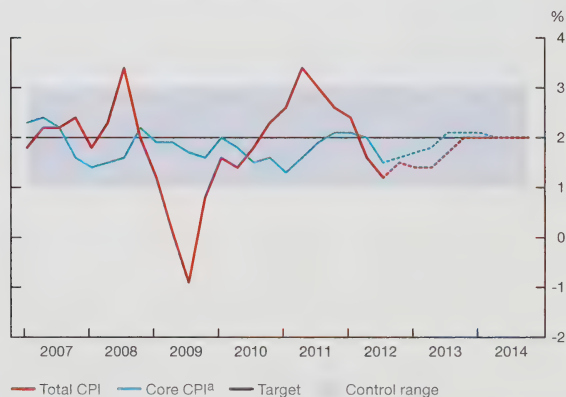
- Excludes eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components
- Weighted average of the cross-sectional distribution of price changes that has been trimmed to exclude values further than 1.5 standard deviations from the average and the effect of changes in indirect taxes
- Adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability and is adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes
- Percentage change in the CPI component at the midpoint of the cross-sectional distribution of weighted price variations, adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada

Last observation: September 2012

**Chart 37: Total CPI inflation in Canada is projected to remain below 2 per cent until the end of 2013**

Year-over-year percentage change, quarterly data



- CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

**Chart 38: Increases in labour compensation have continued to be moderate, on balance**

Quarterly data



Note: The 2012Q3 estimates for the effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements is approximated by the average of July and August data.

Sources: Statistics Canada and  
Human Resources and Skills Development Canada

Last observations: 2012Q2 and 2012Q3

the projected stability in inflation. As previously assumed, the indirect effects associated with the restoration of the provincial sales tax in British Columbia are expected to have a minor effect on core inflation over the projection horizon.<sup>8</sup>

This projection for core inflation is weaker than in the *July Report*. Similarly, total CPI inflation is expected to remain below 2 per cent for a somewhat longer period than previously anticipated, converging to the target by the end of 2013. In addition to the lower profile for core inflation, this reflects a larger expected decline in gasoline prices from current elevated levels over the bulk of the projection horizon.

This projection includes a gradual reduction in monetary stimulus over the projection horizon, consistent with achieving the inflation target.

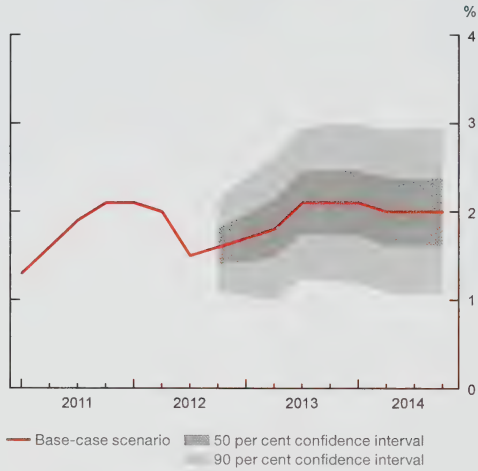
The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 39** and **Chart 40** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core inflation and total CPI inflation from the fourth quarter of 2012 to the end of 2014.

◀ *Total CPI inflation is expected to converge to the target by the end of 2013*

<sup>8</sup> See the April 2012 *Monetary Policy Report*.

**Chart 39: Projection for core CPI inflation**

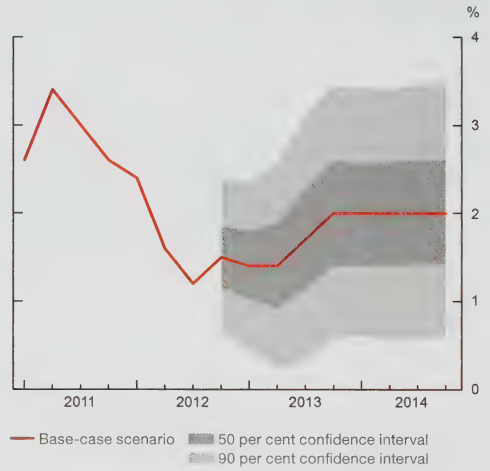
Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

**Chart 40: Projection for total CPI inflation**

Year-over-year percentage change, quarterly data



Source: Bank of Canada

## Risks to the Outlook

---

The inflation outlook in Canada is subject to significant risks. In particular, the Bank's projection assumes that authorities in Europe are able to contain the ongoing crisis, and that the U.S. fiscal cliff will be avoided. Imbalances in the Canadian household sector remain the biggest domestic risk. This risk is two-sided.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher global inflationary pressures, stronger Canadian exports and renewed momentum in Canadian residential investment.

- Global inflationary pressures could be more persistent than currently projected if potential output in advanced economies is lower than anticipated or if the substantial, additional monetary policy stimulus provided by major central banks boosts prices more than expected.
- Growth in Canadian exports could be stronger than expected if exporters improve their competitiveness more rapidly than currently assumed or if output growth in the United States is stronger than projected.
- While residential investment in Canada has softened recently after reaching record-high levels, it could regain momentum, thereby reinforcing existing imbalances.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to the European crisis, weaker demand for Canadian exports and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

- Failure to contain the crisis in Europe is the most serious risk facing the global and Canadian economies. The effects on Canada through financial, confidence and trade channels would be substantial, given the size and importance of the euro area to the global economy.
- Demand for Canadian exports could be weaker than expected if the authorities in the United States do not smooth the path of fiscal consolidation to avoid the fiscal cliff, if the slowdown in emerging-market economies is greater than expected, or if unconventional policy measures undertaken by foreign authorities have an outsized effect on exchange rates.
- Continuing high household debt levels in Canada could lead to a sharper-than-expected deceleration in household spending. Relatedly, if there were a sudden weakening in the Canadian housing sector, it could have sizable spillover effects on other areas of the economy.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.





émergentes est plus marqué que projeté ou si les mesures de politique non traditionnelles prises par les autorités étrangères ont un effet démesuré sur les taux de change.

- Le lourd endettement persistant des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'attendu des dépenses de ceux-ci. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

# Les risques entourant les perspectives

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. En particulier, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle et que le secteur canadien des ménages demeurent le risque intérieur le plus important. Il s'agit d'un risque tant à la hausse qu'à la baisse.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité de pressions inflationnistes plus fortes au sein de l'économie mondiale, d'une plus grande robustesse des exportations canadiennes et d'un dynamisme renouvelé de l'investissement résidentiel au Canada.

■ Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus tenaces qu'on ne l'envisage en ce moment si la production potentielle dans les économies avancées est plus basse que projeté ou si la détente monétaire supplémentaire considérable mise en place par les grandes banques centrales entraîne une augmentation des prix plus forte qu'anticipé.

■ L'expansion des exportations canadiennes pourrait être plus vigoureuse qu'attendu si les exportateurs améliorent leur compétitivité plus rapidement que prévu. L'investissement résidentiel aux États-Unis est plus robuste qu'escompté.

■ Bien qu'après avoir atteint des sommets inégaux, l'investissement résidentiel au Canada ait récemment fléchi, il pourrait reprendre de l'élan, ce qui accentuerait les déséquilibres actuels.

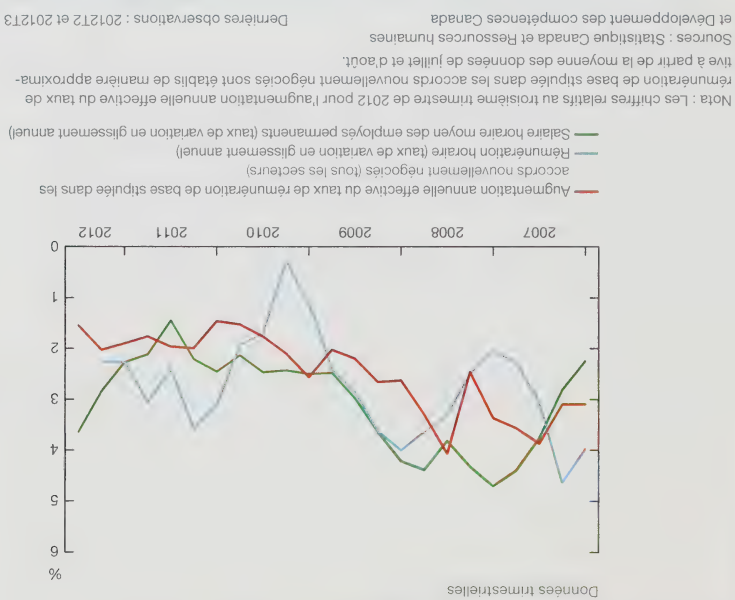
Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à une demande plus faible d'exportations canadiennes et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens connaissent une croissance moins vigoureuse.

■ Le risque que la crise en Europe ne soit pas contenue est le plus grave auquel sont exposées les économies mondiale et canadienne. Les effets sur le Canada, passant par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux, seraient considérables compte tenu de la taille de la zone euro et de son importance dans l'économie mondiale.

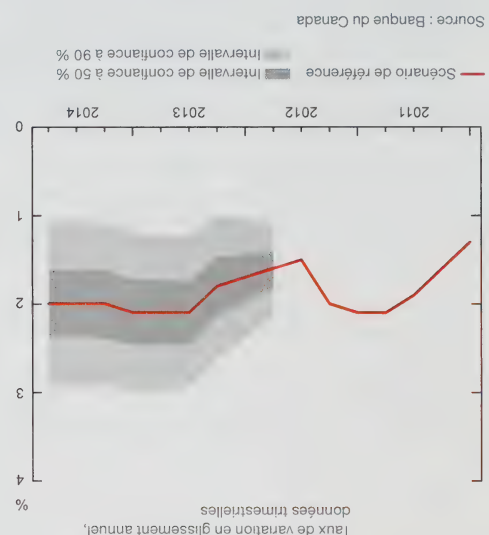
■ La demande visant les exportations canadiennes pourrait être plus faible que prévu si les autorités américaines ne procèdent pas à l'étalonnage des mesures d'assainissement des finances publiques permettant d'éviter le précipice budgétaire, si le ralentissement des économies de marché



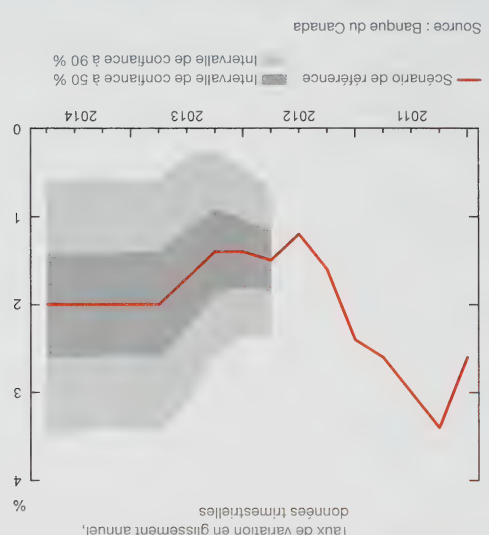
**Graphique 38 : Les hausses de la rémunération du travail demeurent modérées, dans l'ensemble**



**Graphique 39 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

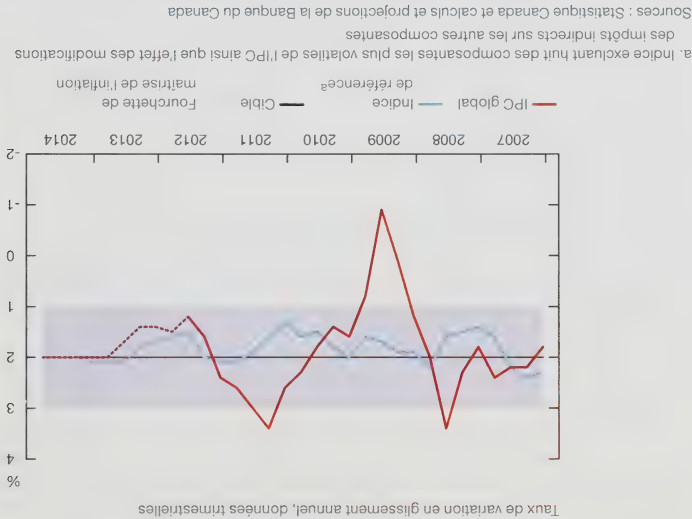


**Graphique 40 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**





**Graphique 37 : L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir au-dessous de 2 % jusqu'à la fin de 2013**



L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer modérée à court terme, avant de remonter progressivement au cours des prochains trimestres pour atteindre 2 % d'ici le milieu de 2013.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer modérée à court terme, avant de remonter progressivement au sein de l'économie se résorbant graduellement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées (Graphique 37). De plus, on prévoit que la croissance de la rémunération du travail restera modérée, suivie par la progression des salaires (Graphique 38), ce qui contribuera à la stabilité projetée de l'inflation. Comme on le supposait précédemment, les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période de projection<sup>8</sup>.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait retourner à la cible d'ici la fin de 2013.

Cette projection de l'inflation mesurée par l'indice de référence est inférieure à celle contenue dans le *Rapport* de juillet. De même, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait demeurer sous les 2 % un peu plus longtemps qu'on ne l'avait d'abord envisagé, pour retourner à la cible d'ici la fin de 2013. Outre le profil d'évolution plus faible de l'inflation mesurée par l'indice de référence, cette situation tient à une diminution attendue plus prononcée des prix de l'ensemble de la période projetée, par rapport à leurs niveaux élevés actuellement.

La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 39** et le **Graphique 40** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du quatrième trimestre de 2012 à la fin de 2014.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située à 1,5 % en moyenne au troisième trimestre, en baisse par rapport au taux moyen de 2,0 % affiché au premier semestre de l'année. Les autres mesures de l'inflation fondamentale ont été plus prononcées que prévu, ce qui tient aux prix un peu plus bas de toute une gamme de biens et de services. À l'inverse, les prix de l'essence ont été plus fermes qu'anticipé dans les derniers mois, en raison à la fois des cours mondiaux plus élevés du pétrole brut et des marges accrues. Du coup, l'inflation mesurée par l'IPC global concordait avec les attentes de la Banque, s'établissant à 1,2 % au troisième trimestre, en recul comparativement à 1,6 % au deuxième trimestre et à 2,4 % au premier (Graphique 37). Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en octobre font état pour 2012 et 2013 de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,8 % et 1,9 %, respectivement. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet automne par la Banque, presque toutes les firmes sondées sont encore d'avis qu'au cours des deux prochaines années, la hausse moyenne des prix se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché contiennent aussi de concorder avec la cible de 2 %.

**Graphique 36 : Les autres mesures de l'inflation sous-jacente sont passées sous les 2 %**



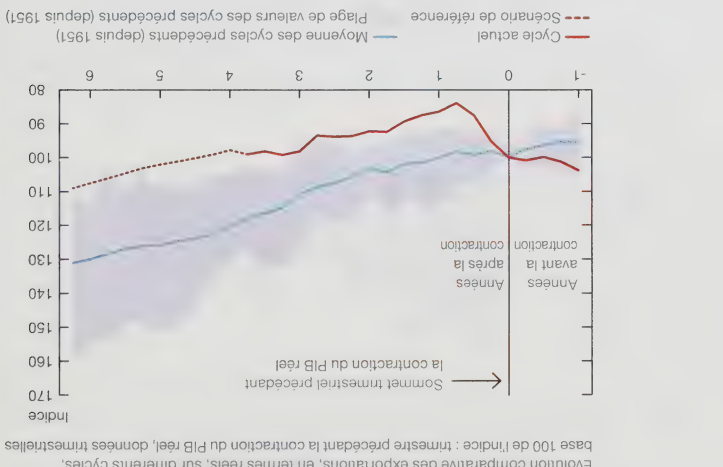
- Mesure qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.
- Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond à la moyenne pondérée de la distribution transversale des variations de prix dont sont retranchées les valeurs se situant à plus de 1,5 écart-type de la moyenne de l'effet des modifications des impôts indirects, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient inversement proportionnel à la variabilité de la composante.
- Dans cette mesure, qui est corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects, la pondération du prix de la composante de l'IPC située au point médian de la distribution transversale des variations pondérées de prix.

Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

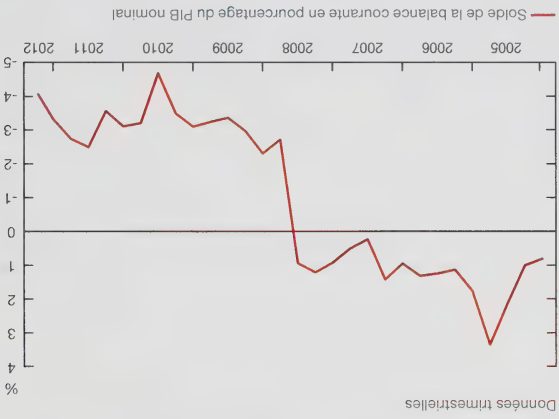
Dernière observation : septembre 2012

- Le fléchissement de l'indice de mesure par l'indice de référence a été plus prononcé que prévu.
- Les prix de l'essence ont été plus fermes qu'anticipé.
- Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées.

**Graphique 34 : La reprise des exportations devrait demeurer faible**



**Graphique 35 : La balance courante du Canada est déficitaire depuis le début de la crise**

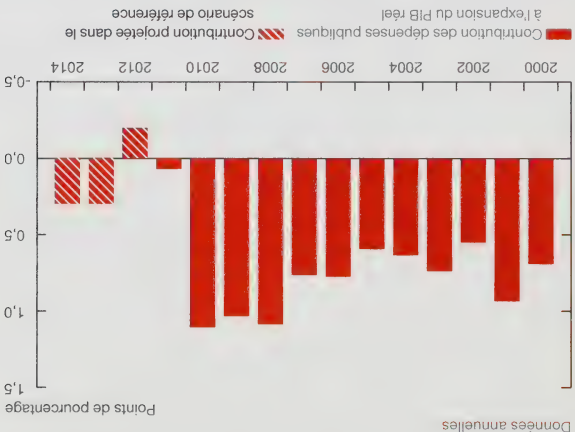


plus élevée postulée du dollar canadien, du fait des perspectives légère-  
ment plus faibles de la demande intérieure. Au final, la contribution projetée  
des exportations nettes à l'accroissement du PIB réel est donc un peu plus  
élevée qu'on ne l'envisageait en juillet, même si elle demeure relativement  
modeste.

Compte tenu de la projection d'évolution du PIB réel exposée ci-dessus, on  
s'attend à ce que la faible marge de capacités inutilisées présente actuelle-  
ment dans l'économie canadienne se résorbe graduellement au cours des  
prochains trimestres et que cette dernière tourne à nouveau à plein régime  
d'ici la fin de 2013, soit légèrement plus tard qu'escompté dans le *Rapport*  
de juillet.

On s'attend à ce que l'économie  
canadienne tourne à plein  
régime d'ici la fin de 2013.

**Graphique 33 : La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel devrait être modeste**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

canadiennes, comme en témoignent les réponses moins positives obtenues lors de l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée cet automne par la Banque. En outre, de nombreuses firmes ont indiqué qu'ayant récemment terminé d'importants projets, elles comptaient maintenant s'employer à faire un usage plus intensif de leur équipement existant.

La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel devrait être modeste durant la période de projection. Tout comme dans le scénario de référence publié en juillet, cette contribution devrait être beaucoup plus petite que ce qui a été observé normalement par le passé (Graphique 33), conformément aux plans d'assainissement des dépenses des gouvernements fédéral et provinciaux.

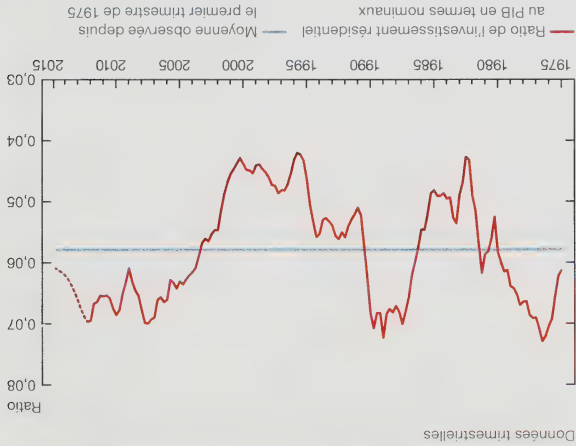
La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible. La Banque entend que l'expansion des exportations canadiennes augmentera mais restera relativement modérée malgré une croissance plus vive de l'activité à l'étranger (Graphique 16), étant donné les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien. Par conséquent, le niveau des exportations canadiennes ne devrait pas revenir avant le premier semestre de 2014 à son sommet d'avant la récession (Graphique 34). Par contre, le niveau des importations a déjà retrouvé ce sommet. C'est en partie pourquoi le solde de la balance courante du Canada est passé d'un excédent avant la récession à un déficit d'environ 4 % du PIB. Ce déficit appréciable du compte courant, qui a été un peu plus important ces derniers trimestres qu'on ne l'estimait précédemment, devrait diminuer graduellement au cours de la période de projection (Graphique 35).

L'expansion projetée des exportations est quelque peu plus forte que celle présentée dans le *Rapport* de juillet, la valeur plus élevée postulée du dollar canadien neutralisant en partie seulement le profil de croissance plus favorable que prévu des investissements des entreprises aux États-Unis et la reprise un peu plus ferme de la demande américaine de logements et d'automobiles par rapport aux bas niveaux enregistrés. La progression projetée des importations est similaire à celle avancée en juillet, en dépit de la valeur

La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel devrait être modeste.

L'expansion projetée des exportations est quelque peu plus forte, la valeur plus élevée postulée du dollar canadien neutralisant en partie seulement la demande américaine accrue.

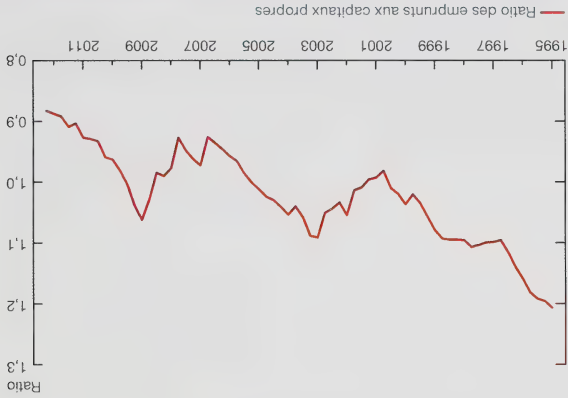
**Graphique 31 : La part de l'investissement résidentiel dans le PIB devrait diminuer par rapport à son niveau actuellement élevé**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

**Graphique 32 : Leur ratio d'endettement touchant des creux historiques, les entreprises non financières sont bien placées pour investir**

Données trimestrielles



Source : Statistique Canada

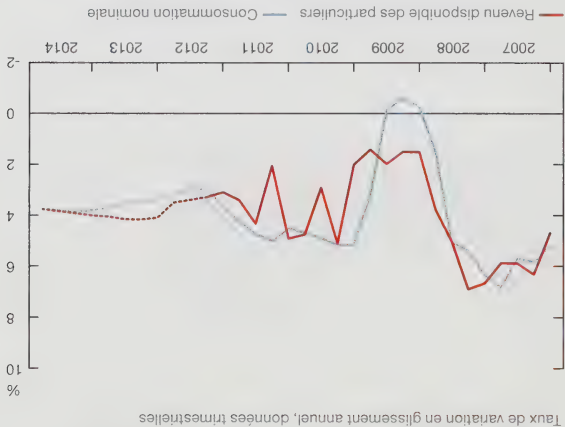
Dernière observation : 2012T2

La Banque s'attend encore à une expansion vigoureuse des investissements fixes des entreprises, malgré les effets de l'incertitude mondiale qui se font sentir.

La Banque s'attend encore à une expansion vigoureuse des investissements fixes des entreprises au cours de la période projetée. Cette prévision reflète la situation financière solide des firmes canadiennes (Graphique 32), les conditions de crédit avantagées, le niveau élevé des prix des produits de base et la vigueur du dollar canadien, de même que l'incitation à améliorer la productivité. Bien que ces facteurs aient été légèrement plus favorables aux perspectives des dépenses en immobilisations ces derniers mois, le profil projeté de la croissance des investissements fixes des entreprises est un peu moins robuste que dans le *Rapport de juillet* (Encadré 3, Graphique 3-E). La raison principale en est que l'incertitude économique mondiale semble avoir une plus grande incidence sur les projets d'investissement des firmes

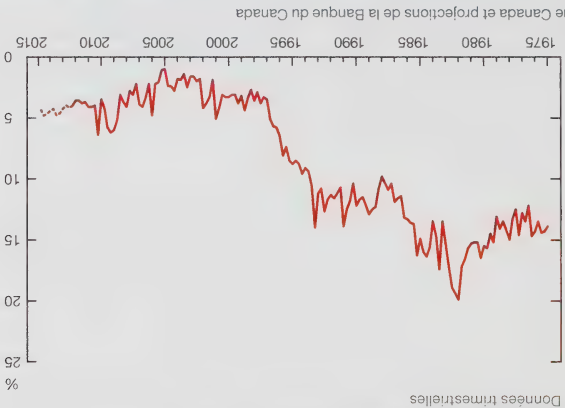


### Graphique 29 : Le revenu disponible des particuliers devrait progresser à un rythme modeste



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

### Graphique 30 : Le taux d'épargne des particuliers devrait augmenter légèrement mais rester relativement faible

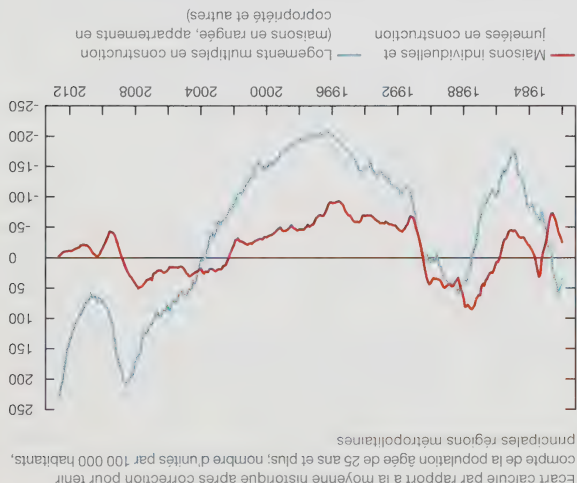


observé à l'heure actuelle (Graphique 31). À cet égard, les mesures mises en œuvre ces derniers mois par les autorités fédérales devraient contribuer à rendre le marché du logement plus soutenable au pays.

La révision complète dont a fait l'objet le Système de comptabilité nationale n'a pas eu pour effet de modifier le profil général récent des dépenses des ménages. Certains changements méritent toutefois d'être soulignés. Le taux d'épargne des ménages est maintenant estimé avoir été plus élevé ces dernières années que ce qui était indiqué auparavant, bien qu'avant 2006, il s'y révèle dans l'ensemble inférieur (Encadré 3). De plus, l'avoir net des ménages est maintenant estimé être plus élevé que signalé précédemment, ce qui montre une reprise plus forte depuis la récession. Enfin, le ratio de la dette au revenu des ménages est aujourd'hui estimé à 161 % au second trimestre de 2012, soit un niveau plus élevé qu'envisagé antérieurement.

► Le ratio de la dette au revenu des ménages est aujourd'hui estimé à 161 %, soit un niveau plus élevé qu'envisagé antérieurement.

**Graphique 28 : La construction de logements multifamiliaux demeure à un niveau élevé, malgré des signes de surconstruction**



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : septembre 2012

supplémentaire dont devrait bénéficier la demande intérieure en raison du nouvel assouplissement des conditions financières observé récemment et des effets favorables de l'amélioration des termes de l'échange sur les revenus et sur la richesse des Canadiens, de récents indicateurs semblent rendre compte d'une évolution un peu moins vigoureuse de l'investissement résidentiel et des investissements fixes des entreprises qu'on ne l'entrevoyait auparavant.

La hausse des dépenses des ménages a été modérée. La croissance de la consommation, qui a été faible au cours du premier semestre de 2012, est estimée avoir augmenté au troisième trimestre. Les investissements dans le logement ont reculé aux deuxième et troisième trimestres, après avoir enregistré des gains appréciables au cours des trois trimestres précédents. Néanmoins, malgré des signes de surconstruction, le niveau des investissements dans le logement continue d'avoir des sommets historiques (Graphique 28).

Il est possible que le haut niveau d'endettement des ménages canadiens commence à inciter ces derniers à faire preuve d'une plus grande prudence. Par conséquent, les perspectives de croissance des dépenses des ménages ont peu changé par rapport à celles que présentait la Banque dans le *Rapport* de juillet, et ce, malgré l'incidence favorable de l'amélioration des conditions financières et des termes de l'échange ces derniers mois. Ainsi, la consommation devrait progresser à une cadence modérée pendant la période de projection, affichant un rythme de croissance quelque peu inférieur à celui du revenu disponible (Graphique 29), ce qui se traduira par une légère hausse du taux d'épargne des particuliers (Graphique 30). On prévoit une contraction de l'investissement résidentiel, la part que celui-ci occupe dans l'ensemble de l'économie diminuant par rapport au niveau élevé

Malgré des signes de surconstruction, le niveau des investissements dans le logement continue d'avoir des sommets historiques.

La consommation devrait progresser à une cadence modérée.

On prévoit une contraction de l'investissement résidentiel.

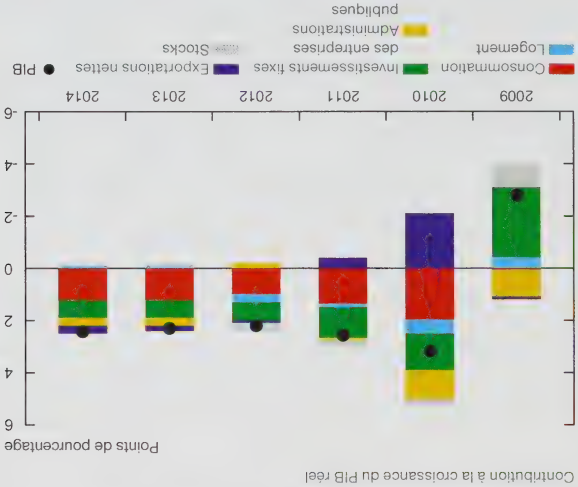
Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>

	2011				2012				2013				2014			
	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,1	1,8	1,9	1,0	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(1,9)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,3)	(2,3)	(2,4)	(2,6)	(2,7)	(2,5)	(2,3)	(2,2)	(2,2)	(2,3)	(2,4)	(2,3)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1	2,1	2,0	1,5	1,6	1,7	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(2,1)	(2,1)	(2,0)	(1,7)	(1,9)	(1,9)	(2,0)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	(2,6)	(2,4)	(1,7)	(1,2)	(1,6)	(1,5)	(1,5)	(1,7)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,5	2,2	1,4	1,1	1,4	1,4	1,5	1,8	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI <sup>b</sup> (niveau)	94	103	93	92	92	93	94	94	94	94	94	94	93	92	92	91
Brent <sup>b</sup> (niveau)	(109)	118	(109)	(109)	(100)	(113)	110	(108)	(107)	105	104	(102)	(101)	(94)	(95)	(94)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans le livraison de juillet 2012 du Rapport sur la politique monétaire.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 19 octobre 2012.

Graphique 27 : L'expansion de l'activité au Canada devrait tenir essentiellement à la demande intérieure privée

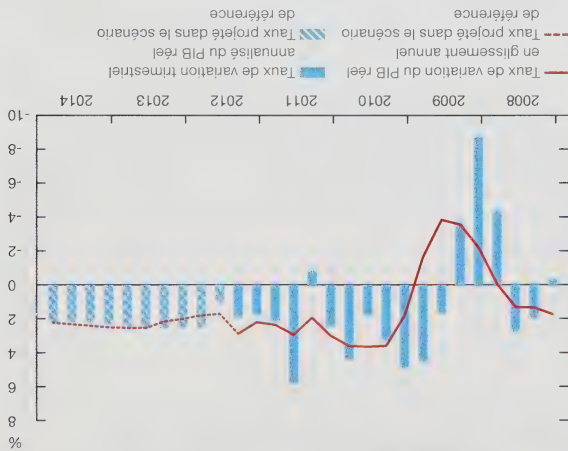


Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

La Banque continue d'anticiper que la consommation et les investissements fixes des entreprises seront les principaux moteurs de la croissance du PIB réel.

La Banque continue d'anticiper que la consommation et les investissements fixes des entreprises seront les principaux moteurs de la croissance du PIB réel durant la période de projection, à la faveur de conditions financières expansionnistes au pays (Graphique 27). La reprise de la croissance par rapport à son creux au troisième trimestre de cette année devrait être surtout alimentée par une hausse modeste des exportations nettes. Cette évolution découle d'un certain équilibre entre les défis sur le plan de la compétitivité et l'amélioration projetée de l'expansion de l'activité à l'étranger, qui devrait passer d'un taux moyen de 3,5 % aux deuxième et troisième trimestres de 2012 à environ 7 % sur la période de projection (Graphique 16). Les perspectives de la demande intérieure finale sont légèrement plus faibles qu'en juillet, quoique les changements soient relativement mineurs. Malgré le soutien

Graphique 26 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme modéré



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

En points de pourcentage<sup>a</sup>

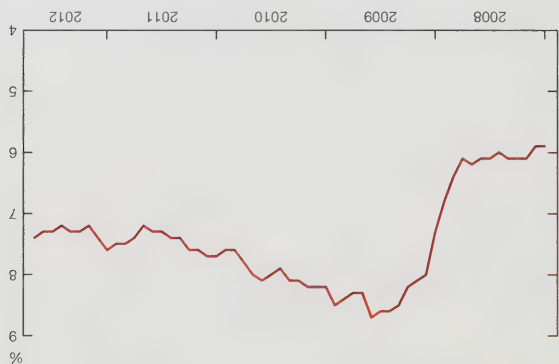
	2011	2012	2013	2014
Consommation	1,4 (1,4)	1,0 (1,1)	1,2 (1,2)	1,2 (1,2)
Logement	0,1 (0,2)	0,3 (0,4)	-0,1 (0,0)	-0,1 (0,0)
Administrations publiques	0,1 (0,1)	-0,2 (-0,3)	0,3 (0,3)	0,3 (0,3)
Investissements fixes des entreprises	1,2 (1,4)	0,7 (0,5)	0,7 (0,8)	0,7 (0,8)
Total partiel : demande intérieure finale	2,7 (3,1)	1,8 (1,7)	2,1 (2,3)	2,1 (2,3)
Exportations	1,4 (1,4)	0,8 (1,3)	1,0 (1,0)	1,6 (1,4)
Importations	-1,8 (-2,2)	-0,7 (-0,9)	-0,8 (-0,9)	-1,3 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	-0,4 (-0,8)	0,1 (0,4)	0,2 (0,1)	0,3 (0,2)
Stocks	0,3 (0,1)	0,3 (0,0)	0,0 (-0,1)	0,0 (0,0)
PIB	2,6 (2,4)	2,2 (2,1)	2,3 (2,3)	2,4 (2,5)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2 (2,2)
Revenu intérieur brut réel	3,7 (3,8)	1,5 (1,6)	2,8 (2,8)	2,6 (2,3)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présentés dans la livraison de juillet 2012 du Rapport sur la politique monétaire. Les données relatives à la production potentielle proviennent de la Note technique 2 du Rapport d'octobre 2011.

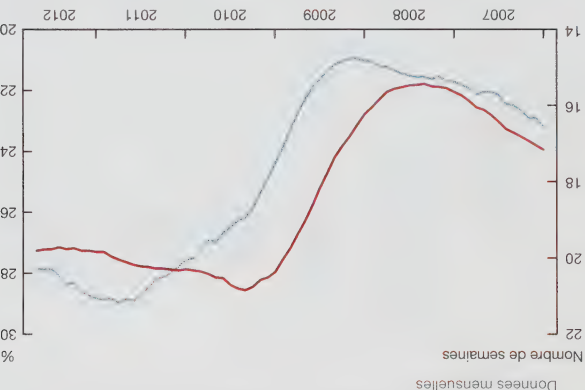
indicateurs disponibles, la croissance au troisième trimestre de cette année ait été plus faible qu'espcompté, le taux d'expansion annuel pour 2012 est supérieur à celui avancé en juillet, par suite principalement des révisions qui montrent une croissance plus forte qu'estimé précédemment au troisième et quatrième trimestres de 2011<sup>7</sup>. La projection de croissance est généralement semblable à ce qui était envisagé dans le Rapport de juillet (Tableau 3).

7 La croissance économique aux troisième et quatrième trimestres de 2011 a été de 5,8 % et 2,1 %, respectivement, ce qui représente une révision à la hausse par rapport aux taux précédents de 4,5 % et 1,9 %. Cette expansion plus vigoureuse a pour effet de relever le niveau moyen du PIB en 2012, toutes choses égales par ailleurs, contrairement ainsi à un taux de croissance annuel moyen plus élevé pour cette année (rechercher « Les mesures de la croissance économique » dans le site [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca)).

**Graphique 24 : Le taux de chômage concorde avec la persistance d'une certaine marge de capacités inutilisées sur le marché du travail**



Source : Statistique Canada  
Dernière observation : septembre 2012



**Graphique 25 : La durée du chômage et la proportion de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel demeurent élevées**

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : septembre 2012

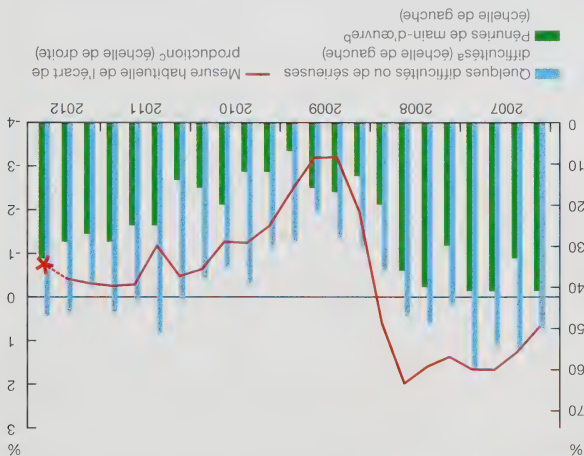
## L'économie réelle

La Banque prévoit que la croissance économique au Canada augmentera au cours des prochains trimestres, pour atteindre un rythme un peu plus élevé que celui de la production potentielle (Graphique 26). Le taux d'accroissement du PIB réel, en moyenne annuelle, devrait passer de 2,2 % en 2012 à 2,3 % en 2013 et à 2,4 % en 2014 (Tableau 2). Bien que, selon les

La Banque prévoit que la croissance économique au Canada augmentera au cours des prochains trimestres.



Graphique 23 : L'économie canadienne demeure en situation d'offre légèrement excédentaire



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sévères difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.

c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2012 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T3

hausse, il reste encore quelques peu inférieur à sa moyenne historique. Malgré des gains appréciables au chapitre de l'emploi, le taux de chômage a généralement peu évolué au cours de l'année écoulée, se maintenant à un niveau correspondant à un faible excédent des capacités de production (Graphique 24). En outre, tant la durée du chômage que la proportion de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel demeurent élevées (Graphique 25).

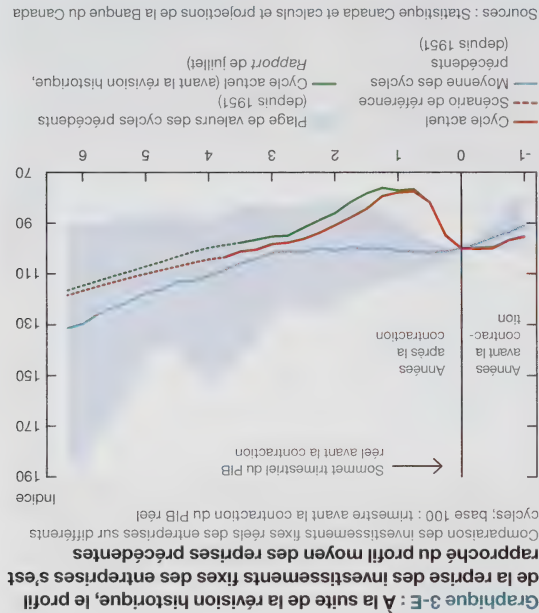
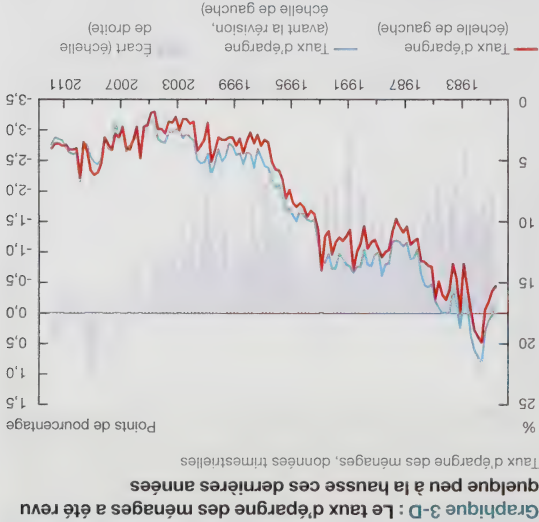
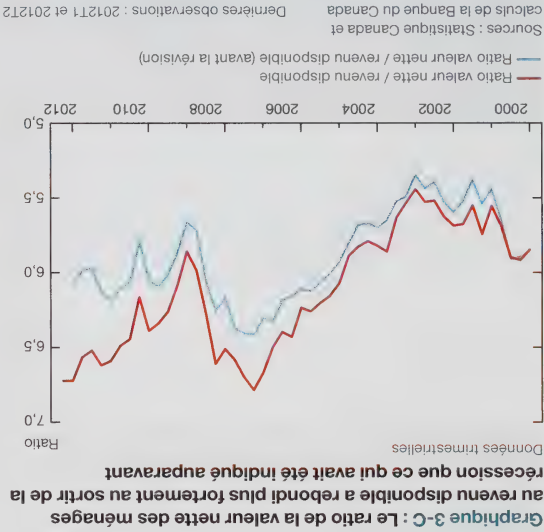
Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ deux tiers pour cent en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2012, ce qui représente une marge de capacités inutilisées un peu plus forte que prévu en juillet.

La Banque est d'avis que l'économie tournerait à environ deux tiers pour cent en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2012.

définition, et l'on estime désormais qu'elle a rebondi plus fortement au sortir de la récession, en partie du fait d'une évaluation plus étendue des actifs au prix de marché<sup>4</sup> (Graphique 3-C). Enfin, le taux d'épargne des ménages a été revu à la baisse pour la majeure partie de la période considérée, bien que les chiffres des années récentes aient été corrigés quelque peu à la hausse (Graphique 3-D). À la marge, ces révisions signifient que le secteur des ménages est plus vulnérable qu'on ne le pensait.

• L'emploi de données sources améliorées se traduit par un rebond important du taux de croissance des investissements des entreprises depuis la récession, à la suite de l'augmentation des investissements dans les ouvrages non résidentiels. C'est pourquoi on estime maintenant que les investissements des entreprises sont revenus à la fin de 2011 à leur niveau d'avant la crise, alors que les estimations précédentes tendaient à indiquer que ce rétablissement ne s'était produit qu'au milieu de 2012 (Graphique 3-E). La reprise plus solide des investissements a pour effet d'accroître le stock de capital courant.

4 Par exemple, l'évaluation des actions non cotées en bourse au prix de marché plutôt que selon leur valeur comptable fait monter la valeur nette des ménages d'environ 108 milliards de dollars en 2011.

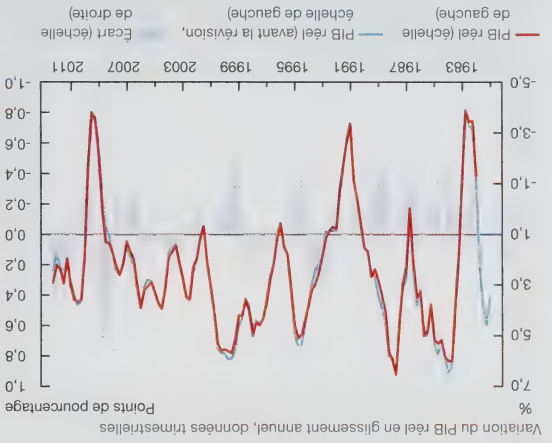


## Révision historique du Système de comptabilité nationale du Canada

En octobre 2012, Statistique Canada a publié une révision des estimations du Système de comptabilité nationale du Canada<sup>1</sup>. Les changements apportés découlent de la mise en œuvre de nouvelles normes comptables internationales, qui s'est traduite entre autres par la modification de certaines classifications, ainsi que de l'intégration de données sources et de méthodes nouvelles et améliorées. La nature des révisions est telle que les nouvelles et les anciennes données ne sont parfois pas directement comparables entre elles. Trois changements méritent en particulier d'être notés :

- Les dépenses en recherche et développement sont désormais considérées comme des immobilisations, ce qui a entraîné une révision à la hausse du niveau des investissements des entreprises et des administrations publiques, respectivement à raison de 5 % et 9 % en moyenne pour la période visée. Bien que cette révision concoure à un relèvement du niveau moyen du PIB réel total de 3 % depuis 1981, elle ne modifie pas significativement le *profil de croissance* du PIB réel (Graphique 3-A). Les modifications n'ont pas d'incidence sur l'ampleur de la récente récession ni sur sa durée; elles laissent également presque inchangé le profil d'évolution général de la mesure de l'écart de production calculée par la Banque.

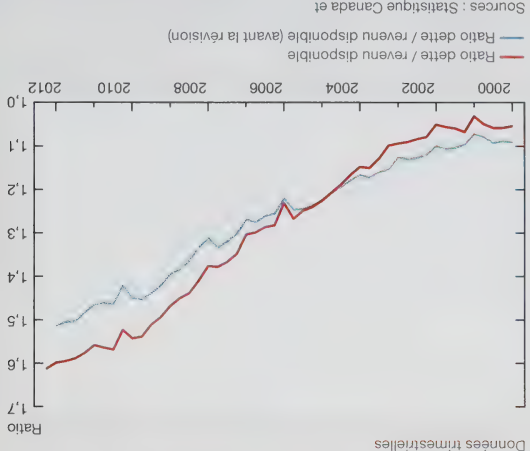
**Graphique 3-A : La révision historique ne modifie pas significativement le profil de croissance du PIB réel**



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : 2012T2

1 Les modifications du Système de comptabilité nationale portent sur la période allant du premier trimestre de 1981 au deuxième trimestre de 2012, alors que les modifications dont ont fait l'objet les comptes du bilan national concernent la période allant du premier trimestre de 1990 au deuxième trimestre de 2012.

**Graphique 3-B : Le ratio de la dette des ménages au revenu disponible progresse maintenant à un rythme plus rapide**



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada  
Dernières observations : 2012T1 et 2012T2

- 2 Le revenu disponible des ménages a aussi diminué car le total des intérêts versés sur leurs emprunts est maintenant retranché de leur revenu.
- 3 La variation du niveau de ce ratio est imputable pour l'essentiel aux révisions des chiffres du revenu disponible des ménages, mais sa progression plus rapide tient principalement aux révisions des données de la dette.

(suite à la page suivante)

Révisions touchant la croissance de la production potentielle

Chaque année, en octobre, la Banque réexamine le sentier de croissance de la production potentielle qui sous-tend son évaluation des perspectives économiques. La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que peut générer l'économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Sa progression correspond en quelque sorte à la somme des taux d'accroissement tendanciel du facteur travail et de la productivité du travail.

Le rythme d'expansion de la production potentielle devrait s'accroître graduellement et passer de 2,0 % en 2012 à 2,2 % en 2014, à l'aveur d'une hausse de la croissance tendancielle de la productivité, avant de redescendre à 2,1 % en 2015 (Tableau 2-A). Le ralentissement prévu pour 2015 tient à un nouveau recul du taux d'accroissement tendanciel du facteur travail, le taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail demeurant inchangé.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

- ◀ L'économie canadienne affiche toujours une faible marge de capacités inutilisées.
- ◀ La Banque estime que la croissance du PIB réel a été plus faible qu'escompé, soit d'environ 1,0 % au troisième trimestre.

Ensemble, d'autres indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production témoignent également de la persistance d'une marge de capacités excédentaires peu élevée au sein de l'économie canadienne. Selon les résultats des enquêtes sur les perspectives des entreprises menées par la Banque au cours des derniers trimestres, la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une augmentation inattendue de la demande est demeurée près de sa moyenne historique, et, si le pourcentage de celles qui ont signalé une pénurie de main-d'œuvre affichait une légère

Les estimations d'octobre 2011 sont indiquées entre parenthèses.

	Croissance de la production potentielle		Croissance tendancielle de la productivité du travail		Croissance tendancielle du facteur travail
	2015	2014	2013	2012	2015
	2,1	2,2 (2,2)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)	1,5
	1,5	1,5 (1,5)	1,3 (1,3)	1,2 (1,1)	0,6
	0,6	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,8 (0,9)	

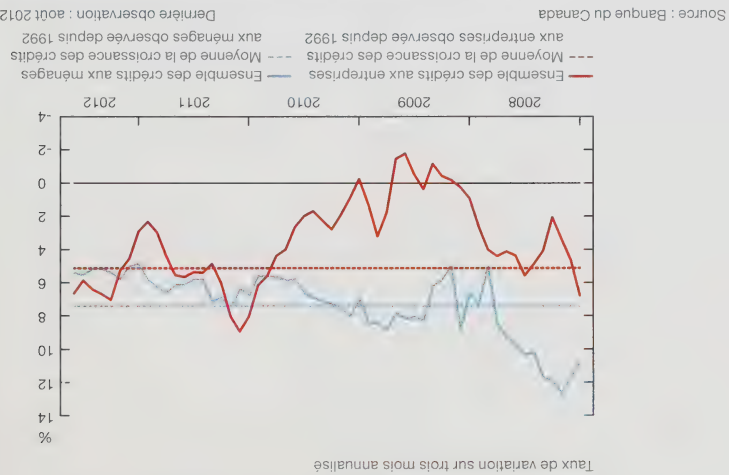
Tableau 2-A : Taux d'accroissement postulé de la production potentielle

internationale, qui encourage les entreprises canadiennes à adopter de meilleures pratiques. La Banque prévoit que le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail passera de 1,2 % en 2012 à 1,5 % en 2014 et qu'il se main-tiendra à ce niveau en 2015.

Le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail devrait ralentir au cours de la période de projection et être ramené de 0,8 % en 2012 à 0,6 % en 2015, en raison d'une diminu-tion du rythme d'accroissement de la population en âge de travailler et d'un repli du taux d'emploi tendanciel. L'effet des changements démographiques continuera vraisem-blablement de se faire sentir après 2015.



**Graphique 22 : La croissance du crédit aux entreprises est demeurée robuste, tandis que celle du crédit aux ménages est restée relativement modeste**  
Taux de variation sur trois mois annualisé



## La croissance de la production potentielle

crédit aux ménages. On s'attend néanmoins à ce que le ratio de la dette au revenu de ces derniers continue de s'élever avant de se stabiliser d'ici la fin de la période de projection<sup>6</sup>.

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit demeure modérée comparativement au rythme exceptionnellement rapide observé vers la fin de 2011. Elle a cependant connu une légère hausse ces derniers mois, ce qui semble indiquer une préférence quelque peu accrue pour la liquidité, en particulier de la part des entreprises. L'expansion des agrégats monétaires au sens large s'est également redressée depuis plus tôt cette année, mais continue de cadrer avec des pressions inflationnistes relativement modérées envisagées pour la période à venir.

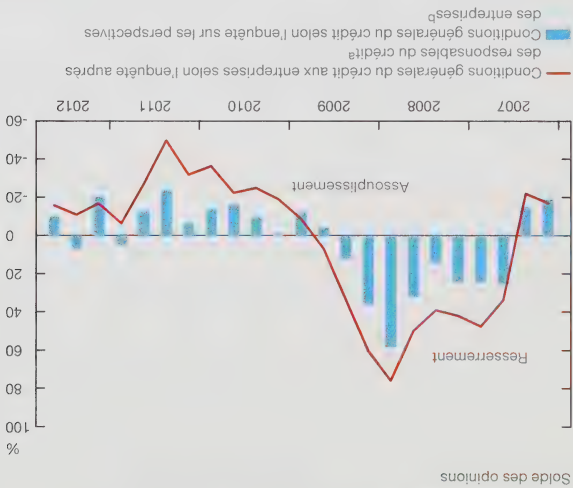
Le taux d'accroissement de la production potentielle devrait augmenter, passant de 2,0 % en 2012 à 2,2 % en 2014.

La projection de la Banque relative à la croissance de la production potentielle au Canada pour la période 2012-2014 n'a pas changé depuis la parution du *Rapport d'octobre 2011* (Encadré 2). Le taux d'accroissement de la production potentielle devrait augmenter, passant de 2,0 % en 2012 à 2,2 % en 2014. La période de projection a été prolongée jusqu'à 2015, année pour laquelle ce taux est estimé à 2,1 %. Compte tenu de la reprise des dépenses d'investissements, ainsi que des gains d'efficacité réalisés, la Banque prévoit une amélioration de la productivité tendancielle, les entreprises canadiennes s'efforçant d'adopter des pratiques exemplaires pour faire face aux pressions concurrentielles. Parallèlement, les forces démographiques continueront d'abaisser le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail.

6 Le 9 juillet 2012, quatre mesures pour les nouveaux prêts hypothécaires assurés garantis par l'État et dont le rapport prêt/valeur dépasse 80 % sont entrées en vigueur. Ces mesures sont les suivantes : (1) réduire la période maximale d'amortissement de 30 à 25 ans; (2) diminuer le montant maximal des prêts consentis dans le cadre d'un refinancement, le faisant passer de 85 à 80 % de la valeur de l'habitation; (3) plafonner le ratio brut du service de la dette à 39 % et le ratio total du service de la dette à 44 %; (4) limiter l'offre de prêts hypothécaires assurés garantis par l'État aux habitations dont le prix d'achat est inférieur à 1 million de dollars. Par ailleurs, le Bureau du surintendant des institutions financières a aussi publié une nouvelle ligne directrice sur les principes de souscription de prêts hypothécaires, qui doit entrer en vigueur à la fin d'octobre 2012.



**Graphique 21 : Les conditions du crédit aux entreprises canadiennes se sont encore assouplies**



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement.  
 b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement.

Source : Banque du Canada

Les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit, conjugués au solde des opinions des firmes canadiennes sondées dans le cadre de son enquête de l'automne sur les perspectives des entreprises (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque), laissent supposer que les conditions d'octroi de prêts aux entreprises se sont encore un peu assouplies ces derniers mois, prolongeant ainsi une période de relâchement pratiquement ininterrompue depuis la fin de 2009

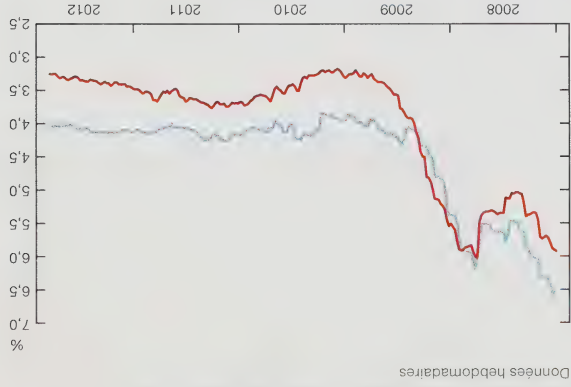
(Graphique 21).

Les conditions de financement demeurent nettement favorables pour les firmes du pays, l'ensemble des crédits aux entreprises a progressé ces derniers mois à un taux supérieur à la moyenne historique (Graphique 22). Cependant, la demande de crédit liée à la solide expansion des investissements des entreprises continue d'être limitée par les niveaux de trésorerie historiquement élevés des sociétés non financières.

Le crédit reste très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux records. Après avoir enregistré une montée rapide pendant une longue période, qui a donné lieu à un accroissement substantiel de la dette des ménages, le rythme de progression des prêts est resté relativement constant depuis le début de l'année, à environ 5,5 %, un taux en deçà de la moyenne historique (Graphique 22). Les mesures réglementaires mises en œuvre ces derniers mois devraient freiner quelque peu la croissance du

► On attend à ce que le ratio de la dette au revenu des ménages continue de s'élever avant de se stabiliser d'ici la fin de la période de projection.

**Graphique 19 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux exceptionnellement bas**

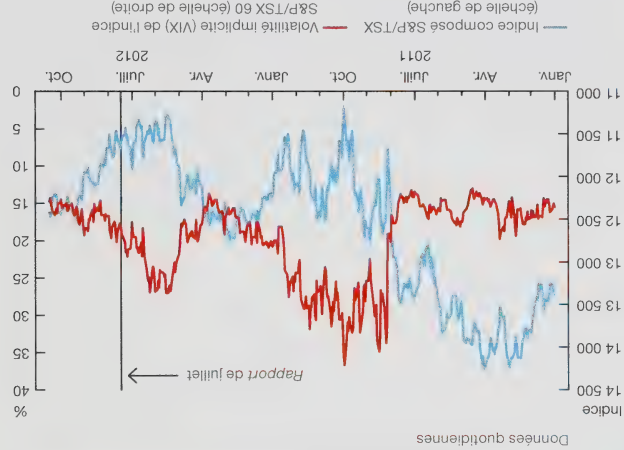


Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 19 octobre 2012

**Graphique 20 : La volatilité a diminué et les cours des actions ont progressé**



Nota : L'indice S&P/TSX 60 couvre environ 73 % de la capitalisation boursière canadienne. Le VIX est une mesure de la volatilité implicite sur une période de 30 jours, établie à partir des contrats d'option sur l'indice S&P/TSX 60.

Source : Bloomberg

Dernière observation : 19 octobre 2012

plus que compensé l'augmentation mineure des taux des obligations du gouvernement canadien. De ce fait, les rendements globaux des obligations des entreprises ont chuté pour toucher des plateaux records et le volume d'émissions obligataires du secteur privé est resté soutenu.

Les banques canadiennes sont toujours en bonne posture pour accorder des prêts, puisqu'elles peuvent facilement se procurer des fonds, en dollars canadiens comme en monnaies étrangères, à un coût avantageux sur l'ensemble des échéances, tant en termes relatifs qu'en termes absolus.

Les résultats des enquêtes laissent supposer que les conditions d'octroi de prêts aux entreprises se sont encore un peu assouplies ces derniers mois.

Bien que les vents contraires extérieurs continuent de freiner l'activité économique au Canada, des facteurs internes soutiennent une croissance modérée. La Banque est d'avis qu'après avoir progressé à un rythme inférieur à celui de son potentiel récemment, l'économie se raffermira au cours des trimestres à venir et tournera de nouveau à plein régime d'ici la fin de 2013. La Banque continue d'anticiper que l'expansion sera principalement alimentée par la hausse de la consommation et des investissements des entreprises, à la faveur des conditions financières très expansionnistes au pays. On s'attend à ce que l'activité dans le secteur du logement, qui a grimpé à des niveaux historiquement élevés, connaisse un déclin, alors que les ratios d'endettement des ménages devraient continuer d'augmenter avant de se stabiliser d'ici la fin de la période de projection. Les exportations canadiennes devraient se redresser progressivement mais demeurer inférieures au sommet atteint avant la récession jusqu'à la première moitié de 2014, compte tenu du faible niveau de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité. Ces défis influencent la vigueur persistante du dollar canadien, dont le cours est influencé par les mouvements vers les valeurs refuges et les retombées de la politique monétaire mondiale.

L'inflation mesurée par l'indice de référence aux prévisions ces derniers mois, ce qui tient aux prix un peu plus bas de toute une gamme de biens et services. Elle devrait remonter graduellement au cours des prochains trimestres et atteindre 2 % d'ici le milieu de 2013, la faible marge de capacités inutilisées présente actuellement au sein de l'économie se résorbant graduellement, la croissance de la rémunération du travail demeurant modérée et les attentes d'inflation restant bien ancrées. L'inflation mesurée par l'IPC global, qui a glissé sensiblement en deçà de la cible de 2 %, comme prévu, devrait retourner à la cible d'ici la fin de 2013, soit un peu plus tard qu'escompté précédemment.

Les conditions financières

Avec pour toile de fond des conditions financières mondiales légèrement plus favorables, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens sont encore très avantageux (Graphique 19) et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique. Les marchés financiers canadiens ont profité de la modeste réduction de l'aversion au risque à l'échelle du globe ces derniers mois. L'indice composite S&P/TSX a progressé d'environ 8 % depuis la parution du Rapport de juillet, et la volatilité a diminué (Graphique 20). Les écarts de crédit sur les obligations de sociétés canadiennes ont continué de se resserrer, ce qui a

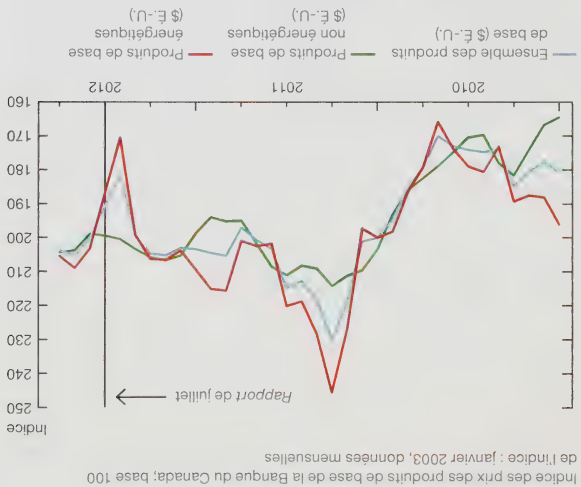
\* La Banque est d'avis qu'après avoir progressé à un rythme inférieur à celui de son potentiel récemment, l'économie se raffermira.

\* L'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux prévisions, et l'inflation mesurée par l'IPC global a glissé sensiblement en deçà de la cible de 2 %, comme prévu.

\* Les marchés financiers canadiens ont profité de la modeste réduction de l'aversion au risque à l'échelle du globe.

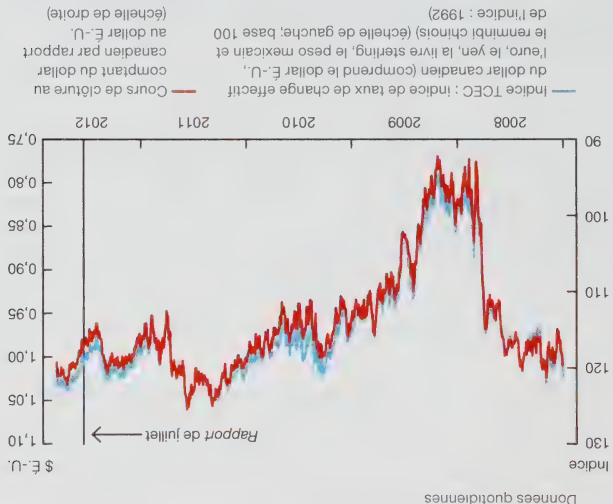


**Graphique 17 : Les prix des produits de base ont augmenté depuis la publication du Rapport de juillet**



Nota : Les valeurs pour octobre 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 19 octobre 2012.  
Source : Banque du Canada  
Dernière observation : 19 octobre 2012

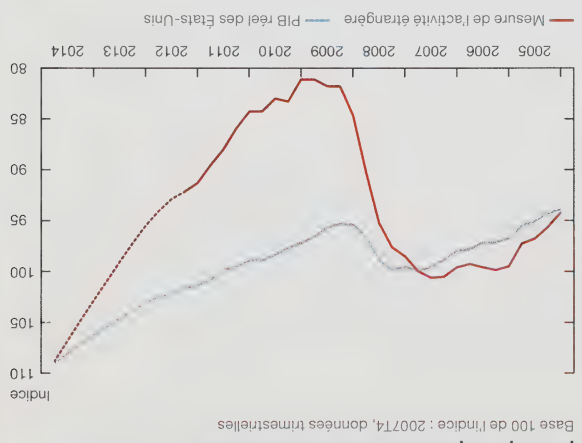
**Graphique 18 : Le dollar canadien s'est apprécié**



Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.  
Source : Banque du Canada  
Dernière observation : 19 octobre 2012



**Graphique 16 : La mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître à un rythme plus rapide que le PIB réel des États-Unis**



La mesure de l'activité étrangère devrait s'établir au second semestre de 2013 à un niveau supérieur à celui atteint avant la récession.

L'indice des prix des produits de base de la Banque a progressé d'environ 6 % depuis juillet.

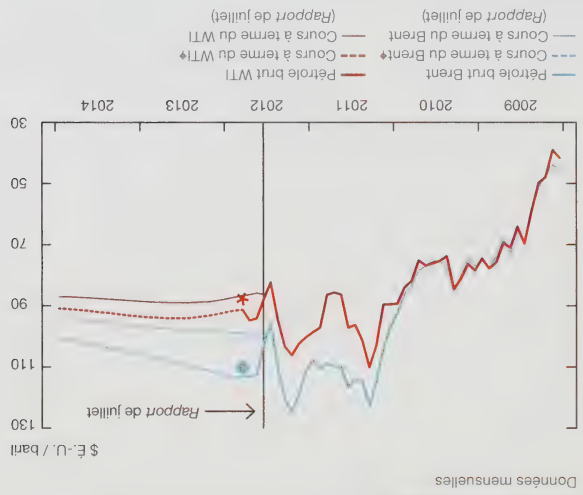
un niveau supérieur à celui atteint avant la récession. de projection. Cette mesure devrait s'établir au second semestre de 2013 à forte progression de la mesure de l'activité étrangère au cours de la période économiques américaines établies par la Banque laissent entrevoir une plus la mesure est légèrement inférieure à ce à quoi on s'attendait au deuxième trimestre de 2012. Cependant, les révisions à la hausse des perspectives gétaires et à la situation en Europe se sera dissipée (Graphique 16). En raison des révisions annuelles des données relatives aux États-Unis, le niveau de entreprises aux États-Unis, une fois que l'incertitude liée au précipice bud- L'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada a progressé d'environ 6 % depuis juillet, contribuant à l'amélioration des termes de l'échange du Canada (Graphique 17). Les prix touchés par les producteurs canadiens du pétrole brut lourd Western Canada Select (WCS) ont augmenté de 13 %, ce qui est attribuable en partie à la remise en service de raffineries et d'oléoducs dont la mise hors service avait précédemment fait reculer les prix. Résultat, l'écart de prix entre le WCS et le WTI s'est nettement rétréci. L'IPPB devrait rester relativement stable. La hausse des prix du gaz naturel et le redressement continu des prix des métaux communs devraient être compensés par une diminution progressive des cours du pétrole brut et un léger repli des prix des produits agricoles.

## Le dollar canadien

La valeur du dollar canadien s'est située en moyenne à 101 cents E.-U. depuis la parution du *Rapport* de juillet, ce qui est supérieur au niveau de 98 cents E.-U. postulé à ce moment-là (Graphique 18), et on fait l'hypothèse qu'elle s'établira en moyenne à 101 cents E.-U. durant la période projetée.

On fait l'hypothèse que la valeur du dollar canadien s'établira en moyenne à 101 cents E.-U.

**Graphique 15 : Les cours du pétrole brut ont monté depuis la parution du Rapport de juillet et devraient demeurer élevés au cours de la période de projection**



Données mensuelles

\* Cours au comptant du pétrole brut WTI (19 octobre 2012)  
 ♦ Cours du pétrole brut Brent selon les contrats à terme à échéance rapprochée (19 octobre 2012)  
 Les cours se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 19 octobre 2012.  
 Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut WTI pour octobre 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 19 octobre 2012. Les valeurs des prix du pétrole brut Brent pour octobre 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des prix des contrats à terme à échéance rapprochée jusqu'au 19 octobre 2012.  
 Source : Banque du Canada

ce que ces prix continuent d'augmenter, mais à un rythme plus lent, au cours de la période de projection. Les prix des produits agricoles se sont généralement stabilisés depuis juillet, après avoir atteint un sommet impu- table aux sécheresses. Ces prix devraient rester élevés jusqu'au milieu de 2013, mais baisser par la suite, à mesure que l'offre s'améliorera. Les prix des produits forestiers, après s'être accrus tout au long du mois d'août, sont retournés aux niveaux enregistrés au moment de la publication du Rapport en juillet. Au cours des deux prochaines années, ils devraient remonter graduellement, grâce à la reprise du secteur du logement aux États-Unis.

## Les implications pour l'économie canadienne

La demande extérieure d'exportations canadiennes, comme l'indique la mesure de l'activité étrangère de la Banque, demeure atone<sup>5</sup>, l'indicateur n'a regagné que 60 % du terrain perdu durant la récession de 2008-2009, en raison surtout de la faiblesse persistante affichée par le secteur du loge- ment aux États-Unis. Malgré les perspectives de croissance économique relativement modestes à l'échelle du globe, la mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître régulièrement durant les deux prochaines années, compte tenu du redressement graduel du marché américain de l'habita- tion et d'une hausse anticipée de l'expansion des investissements des

5 La mesure de l'activité étrangère reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes en pondérant les divers composants de la demande intérieure finale privée aux États-Unis et l'activité économique d'autres pays en fonction de leur importance dans les échanges commerciaux du Canada.

année, l'inflation plus élevée attribuable au renchérissement des aliments pourrait limiter le potentiel d'assouplissement à venir. Les autorités hésitent aussi peut-être à accentuer la détente monétaire de manière importante par peur d'aggraver les déséquilibres intérieurs, surtout dans le secteur du logement.

L'activité économique dans plusieurs autres grands pays émergents connaît aussi un ralentissement en réponse à des facteurs d'origine tant externe qu'intérieure. L'économie indienne, après avoir enregistré le taux de croissance de son PIB le plus bas depuis la crise financière, semble s'affaiblir davantage, sous l'effet du tassement de la consommation privée et des investissements. Au Brésil, des indicateurs récents donnent à penser, là aussi, que la progression du PIB restera modérée au second semestre de 2012. La diminution des pressions inflationnistes à court terme a amené les autorités d'un bon nombre de pays émergents à abaisser leurs taux directeurs. Tout comme en Chine cependant, les hausses attendues des prix des aliments et le niveau toujours élevé de l'expansion du crédit pourraient limiter l'ampleur d'un nouvel assouplissement. La croissance économique dans les autres grands pays émergents devrait se renforcer graduellement au second semestre de 2013, grâce à l'assouplissement récent des politiques et à un léger raffermissement des marchés d'exportation.

## Les cours des produits de base

Les cours de nombreux produits de base se sont accrus depuis la parution du *Rapport* en juillet. Cette hausse récente est due principalement à une augmentation des cours du pétrole brut et à un rebond des cours des métaux communs, tous deux liés en partie à l'annonce de nouvelles mesures de relance dans plusieurs pays. Les cours du pétrole mesurés par les prix de référence du Brent ont enregistré une hausse de quelque 23 % par rapport au creux touché à la fin de juin, étant soutenus par les perturbations temporaires de l'offre dans la mer du Nord et les tensions au Moyen-Orient. Par contre, bien qu'ils soient plus élevés qu'en juillet, les cours du pétrole brut mesurés en fonction des cours de référence du West Texas Intermediate (WTI) ont chuté ces dernières semaines, ce qui tient à la vigueur de l'offre en Amérique du Nord. À en juger par les plus récentes courbes des cours à terme, l'écart entre les cours du pétrole brut Brent et les cours WTI se rétrécira peu à peu durant la période projetée, en raison d'un certain retour à la normale de l'offre (Graphique 15). Par comparaison aux attentes formulées en juillet, ces courbes montrent aussi que les niveaux des cours du pétrole Brent et WTI seront plus élevés d'ici la fin de 2014, d'environ 10 % et 5 % respectivement.

Les prix du gaz naturel ont aussi grimpé en Amérique du Nord depuis la parution du *Rapport* en juillet; toutefois, à un peu plus de 3 dollars C.-U. par million de BTU, ils sont encore bas, de nouvelles technologies de fracturation continuant de soutenir l'expansion de l'offre. Selon la courbe la plus récente des cours à terme, ils devraient poursuivre leur ascension jusqu'à la fin de 2014, conformément aux attentes énoncées en juillet.

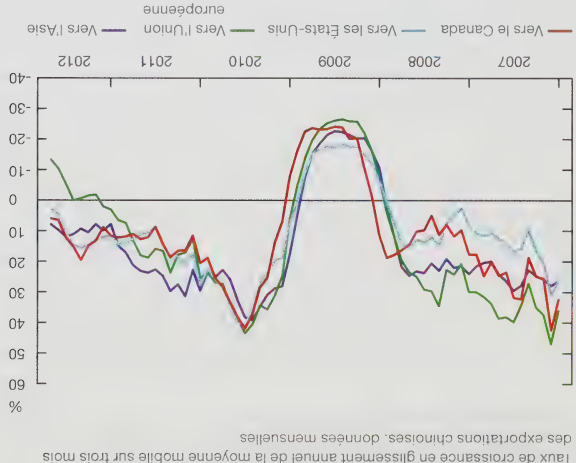
Les cours des produits non énergétiques sont aussi plus élevés, en moyenne, qu'en juillet et ils devraient demeurer au-dessus des niveaux postés dans la dernière livraison du *Rapport*, et ce, jusqu'à la fin de 2014, bien que des variations considérables aient été constatées dans certaines catégories de matières premières ces derniers mois. Les métaux communs se sont vivement renchérissés depuis la mi-août, ce qui a contrebalancé partiellement le net recul des prix observé plus tôt cette année. On s'attend à

Les cours de nombreux produits de base se sont accrus.

Les cours du pétrole mesurés par les prix de référence du Brent ont enregistré une hausse de quelque 23 % par rapport au creux touché à la fin de juin.

Les métaux communs se sont vivement renchérissés depuis la mi-août.

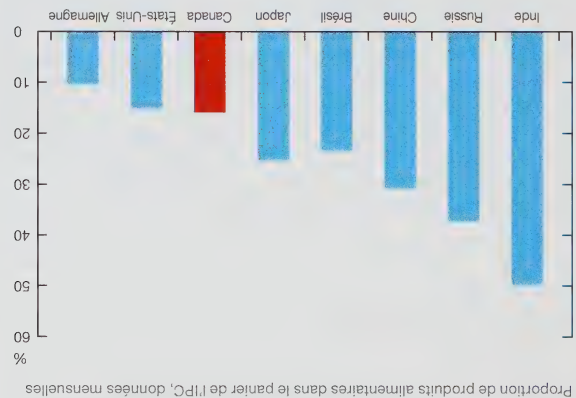
Graphique 13 : La demande d'exportations chinoises a faibli



Source : Administration générale des douanes de la Chine

Dernière observation : septembre 2012

Graphique 14 : Les produits alimentaires représentent une plus grande part du panier de l'IPC dans les économies émergentes



Sources : Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : août 2012

léger freinage dans le secteur du logement, bien que des signes montent que le marché de l'habitation s'est stabilisé dernièrement, après avoir connu une décélération notable de l'activité.

Les tensions inflationnistes en Chine semblent bien maîtrisées, le taux d'accroissement des prix à la consommation étant seulement de 1,9 % en septembre, comparativement à 6,1 % un an auparavant. Toutefois, comme l'alimentation représente une large part des dépenses des ménages, l'augmentation des prix mondiaux des aliments causée par les graves pénuries dans plusieurs des principaux pays producteurs de denrées alimentaires devrait exercer d'importantes pressions à la hausse sur l'inflation en Chine au cours des prochains trimestres (Graphique 14). Même si la Banque populaire de Chine a assoupli sa politique monétaire plus tôt cette



La croissance des exportations américaines en 2012 s'est ressentie du ralentissement de la demande extérieure et de l'appréciation passée du taux de change effectif réel du dollar E.-U., mais elle devrait se renforcer graduellement à partir du second semestre de 2013, lorsque la progression de la demande mondiale commencera à se raffermir.

On s'attend à ce que l'offre excédentaire au sein de l'économie américaine demeure importante bien au-delà de 2014, ce qui atténuera les tensions inflationnistes sous-jacentes. Le taux d'accroissement des prix à la consommation augmentera à court terme toutefois, en raison de l'ascension rapide des prix de l'essence ces derniers mois et de l'incidence de la hausse des prix des aliments associée à la sécheresse qui a touché de vastes superficies de terres agricoles aux États-Unis. Les nouvelles mesures d'assouplissement instaurées par la Réserve fédérale vont également soutenir l'inflation un peu plus qu'on ne l'avait anticipé antérieurement.

## Le Japon

La croissance du PIB réel du Japon est passée à 0,7 % au deuxième trimestre de 2012, alors qu'elle se situait à 5,3 % au premier. Cette vive décélération est conforme aux attentes énoncées dans le *Rapport* de juillet et reflète un ralentissement généralisé de la demande intérieure de même que la faiblesse persistante de la demande extérieure, en particulier celle émanant de l'Europe et de la Chine. La contribution des investissements publics a également été réduite au deuxième trimestre; la croissance dans ce secteur est cependant demeurée solide à cause des efforts de reconstruction déployés à la suite des désastres naturels survenus en mars 2011. Le taux d'augmentation des prix à la consommation au Japon est encore légèrement inférieur à zéro.

Le PIB réel du Japon ne devrait croître que d'environ 1 % en moyenne en 2013 et en 2014. On anticipe que la vigueur du yen, conjuguée à la faible expansion de la demande étrangère, ralentira le rythme de l'activité économique à court terme, alors qu'un relèvement prévu de la taxe sur la valeur ajoutée et une diminution des dépenses liées à la reconstruction devraient exercer un effet modérateur sur la croissance vers la fin de la période de projection<sup>4</sup>.

## Les économies de marché émergentes

La progression du PIB réel de la Chine a ralenti davantage au troisième trimestre de 2012, passant à 7,4 % en glissement annuel. Le ralentissement en cours, que traduisent aussi les faibles chiffres relatifs à la production industrielle, résulte des efforts continus consentis par les autorités chinoises pour calmer la surchauffe sur le marché immobilier ainsi que du repli de la demande extérieure, principalement européenne (Graphique 13).

L'économie chinoise devrait croître à un rythme d'environ 7,7 % durant la période de projection. Cette prévision est légèrement supérieure au taux de croissance observé récemment, mais un peu plus faible que celle présentée dans le *Rapport* de juillet. Les dépenses publiques d'infrastructure devaient soutenir quelque peu la croissance au cours de la période projetée, mais pas autant que les programmes de relance mis en œuvre lors du ralentissement précédent. L'expansion à court terme des exportations devrait être bridée par l'atonie de l'activité dans un certain nombre d'économies avancées avant de se redresser au milieu de 2013. On anticipe la poursuite d'un

► L'économie chinoise devrait croître à un rythme d'environ 7,7 %, ce qui est légèrement supérieur au taux de croissance observé récemment.

► Le PIB réel du Japon ne devrait croître que d'environ 1 % en moyenne en 2013 et en 2014.

► On s'attend à ce que l'offre excédentaire au sein de l'économie américaine demeure importante bien au-delà de 2014.

<sup>4</sup> Au Japon, la taxe sur la valeur ajoutée passera de 5 à 8 % en avril 2014 et à 10 % en octobre 2015.



Graphique 12 : L'investissement résidentiel aux États-Unis s'améliore graduellement



Nota : L'indice HMI (Housing Market Index) est fondé sur les résultats d'une enquête mensuelle, réalisée auprès des membres de la National Association of Home Builders, et vise à prendre le pouls du marché des logements unifamiliaux.  
Sources : Bureau du recensement des États-Unis et National Association of Home Builders  
Dernières observations : septembre et octobre 2012

contribue à une augmentation graduelle de l'avoir net des ménages. En outre, le ratio de la dette au revenu des ménages est retourné aux niveaux de 2005 et le ratio du service de la dette a touché des creux pluriannuels.

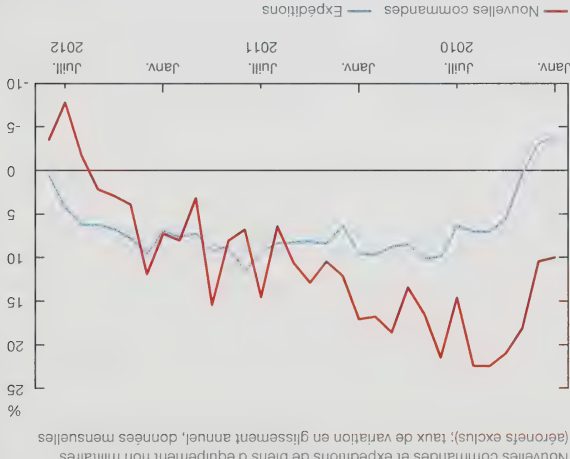
L'investissement résidentiel a rebondi au cours des derniers trimestres, mais il se situait à un niveau très faible au départ. Malgré l'amélioration notable de la confiance des constructeurs d'habitations et la hausse du nombre de permis de construire, qui a dépassé 800 000 pour la première fois depuis 2008 (Graphique 12), la demande de logements demeure modeste. Le stock important de logements inoccupés et de propriétés faisant l'objet d'une procédure de saisie continue à restreindre la construction neuve et à limiter les pressions à la hausse sur les prix. La Banque s'attend à ce qu'un assouplissement graduel des conditions du crédit, une amélioration de la situation sur le marché du travail et la demande fondamentale liée à l'évolution démographique favorisent la reprise dans le secteur de la construction résidentielle durant la période de projection. L'achat de titres hypothécaires annoncé par la Réserve fédérale américaine sera également bénéfique à cet égard.

La reprise dans le secteur de la construction non résidentielle devrait se poursuivre à un rythme modeste, étant freinée par les taux d'occupation élevés et les conditions du crédit difficiles. La progression des investissements en équipement et en logiciels a décéléré de façon marquée durant les deux premiers trimestres de 2012 et devrait rester relativement faible à court terme, ce qui tient en partie à l'incertitude entourant les perspectives économiques mondiales et à la menace du précipice budgétaire. Ces effets négatifs devant se dissiper progressivement, et la croissance du PIB, s'intensifier, l'expansion des investissements des entreprises devrait rebondir, à la faveur de la solidité financière de ces dernières. Ce rebond est légèrement plus fort que prévu dans le *Rapport* de juillet et tient à l'accroissement de la dette monétaire.

■ L'investissement résidentiel a rebondi au cours des derniers trimestres, mais il se situait à un niveau très faible au départ.

■ La progression des investissements en équipement et en logiciels devrait rester relativement faible à court terme, avant de se raffermir.

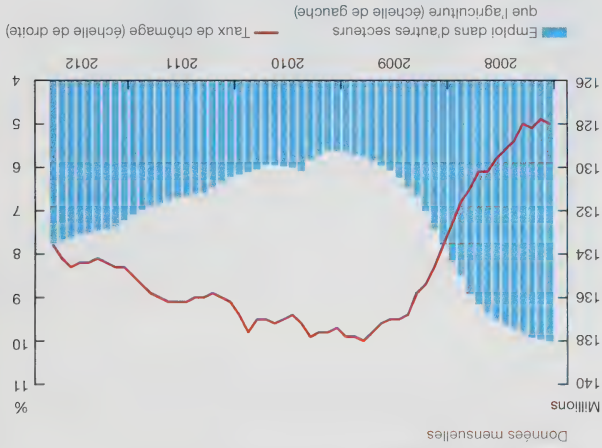
**Graphique 10 : Des indicateurs témoins d'un affaiblissement des investissements des entreprises aux États-Unis**



Source : Bureau du recensement des États-Unis

Dernière observation : août 2012

**Graphique 11 : Les conditions sur le marché du travail américain demeurent précaires**



Source : Bureau of Labor Statistics des États-Unis

Dernière observation : septembre 2012

On prévoit que les dépenses de consommation progresseront à un rythme relativement lent mais constant au cours de la période de projection. La faiblesse du marché du travail continue à freiner la progression des revenus des ménages, le niveau de l'emploi se situant toujours à 4,5 millions d'emplois de moins que le sommet observé auparavant (Graphique 11). Même si le taux de chômage s'est replié au cours des derniers mois, en raison notamment du nouveau recul du taux d'activité, il demeure élevé. Sur une note positive, la montée des cours des actions et des prix des maisons

La croissance du PIB des États-Unis a été revue à la hausse pour 2013 et 2014, compte tenu d'une intervention plus musclée de la Réserve fédérale.

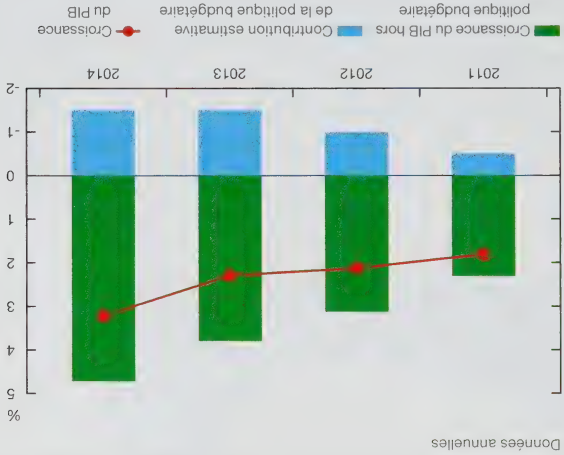
Des signes portent à croire que l'activité économique aux États-Unis a déjà commencé à se ressentir de l'incertitude entourant les perspectives budgétaires.

croissance. En 2013, celle-ci devrait s'accroître grâce à un raffermissement de la demande extérieure, à une amélioration graduelle des conditions sur le marché du travail ainsi qu'au nouvel assouplissement monétaire annoncé récemment par la Réserve fédérale.

Les chiffres de juillet relatifs à la croissance du PIB des États-Unis ont été revus à la hausse pour 2013 et 2014, passant à 2,3 et 3,2 %, respectivement, compte tenu d'une intervention plus musclée de la Réserve fédérale qu'escompté auparavant. Ces mesures favoriseront une expansion plus vigoureuse au cours de la période projetée, car elles auront pour effets d'abaisser les coûts du crédit pour les consommateurs et les entreprises, d'augmenter les prix des actifs et la richesse, et d'exercer une pression à la baisse sur le dollar E.-U. (Encadré 1). Elles contribueront ainsi à une progression plus prononcée de la consommation et des investissements résidentiels et non résidentiels que ce qui avait été prévu en juillet.

La Banque prend pour hypothèse dans son scénario de référence que le freinage budgétaire se chiffrera à environ 1 point de pourcentage en 2012 et à 1,5 point en 2013 et en 2014 (Graphique 9). Toutefois, un durcissement marqué de la politique budgétaire au début de 2013 est prévu dans la loi actuelle, ce qui pourrait retrancher environ 4 points de pourcentage à la croissance du PIB réel des États-Unis l'an prochain s'il est entièrement mis en œuvre. Par conséquent, les perspectives sont très incertaines et dépendent de la volonté des autorités politiques de régler le problème du précipice budgétaire qui guette le pays. Des signes, notamment la décision des entreprises de retarder certaines de leurs dépenses d'investissement (Graphique 10), portent à croire que l'activité économique aux États-Unis a déjà commencé à se ressentir de l'incertitude entourant les perspectives budgétaires ainsi que de la fragilité de l'économie européenne et des autres faits préoccupants à l'étranger.

**Graphique 9 : L'assainissement des finances publiques devrait freiner fortement la croissance de l'économie américaine jusqu'à la fin de 2014**



Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures prises sur d'autres composantes de la demande globale.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

L'inflation globale dans la zone euro s'est maintenue à 2,6 % en septembre, sous l'effet du relèvement des impôts indirects et des prix administrés dans les pays périphériques, ainsi que de la poussée récente des cours de l'énergie. L'inflation devrait rester au-dessus de 2 % jusqu'à la fin de 2012, puis baisser graduellement pour se situer en deçà de 2 % durant la période projetée.

Même si l'instauration des opérations monétaires sur titres par la BCE permet de gagner du temps pour mettre en œuvre les réformes, d'autres mesures d'envergure seront nécessaires pour que la crise demeure contenue et pour ramener les économies de la zone euro sur une trajectoire viable. Il faudra encore plusieurs années avant que les réformes budgétaires et structurelles soient menées à terme, et la confiance des marchés ne se rétablira que progressivement.

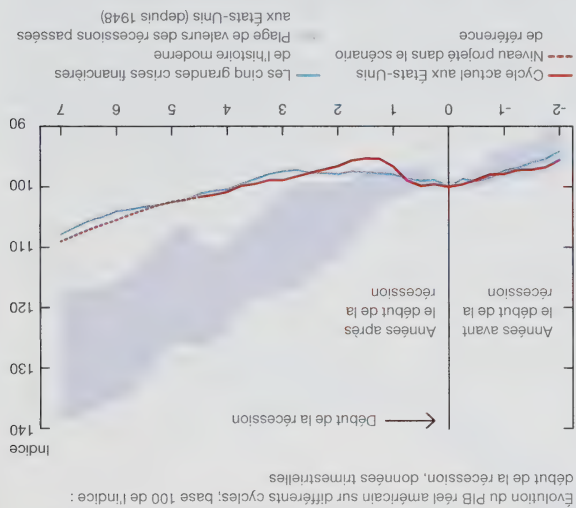
D'autres mesures d'envergure seront nécessaires pour que la crise demeure contenue.

## Les États-Unis

L'économie américaine continue d'afficher une expansion graduelle, tout comme cela a été le cas pour les autres pays avancés qui ont subi une sévère crise financière (Graphique 8). On anticipe une croissance du PIB en 2012 légèrement supérieure à ce qui était prévu antérieurement, en raison de la révision historique des données de la fin de 2011 qui influe sur le taux de croissance annuel moyen de 2012 et fait plus que compenser les effets négatifs de la grave sécheresse sur la production agricole. L'assainissement budgétaire, la faiblesse de la demande extérieure et la réduction en cours des leviers d'endettement des ménages continueront néanmoins à freiner la

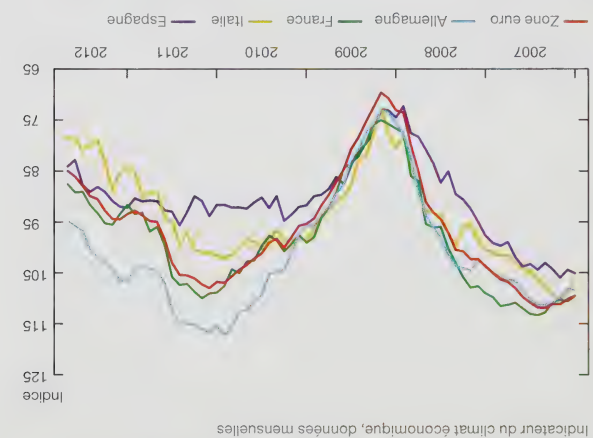
L'économie américaine continue d'afficher une expansion graduelle.

**Graphique 8 : Le PIB réel des États-Unis devrait progresser à un rythme relativement modeste par rapport aux reprises précédentes**



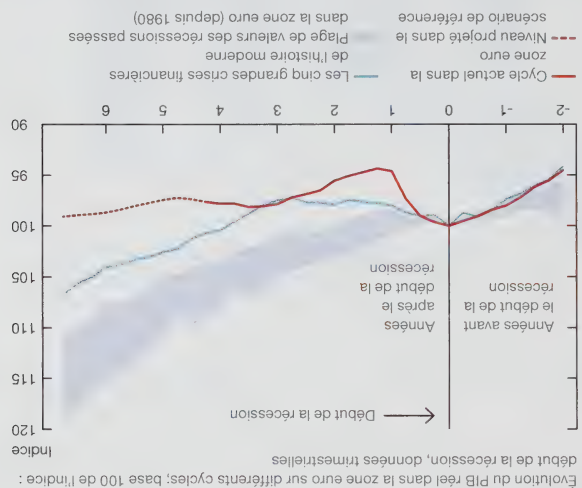
Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché aux États-Unis (depuis 1948) de l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344. Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

**Graphique 6 : La situation économique tendue dans les pays périphériques de la zone euro a continué à se propager aux grandes économies**



Indicateur du climat économique, données mensuelles  
Source : Commission européenne  
Dernière observation : septembre 2012

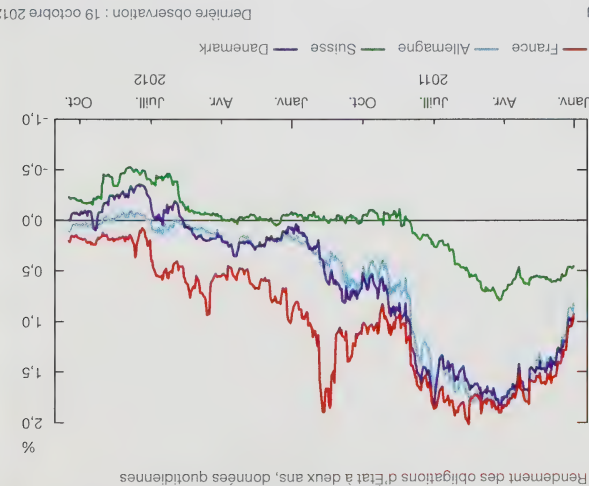
**Graphique 7 : L'Europe stagne**



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.  
Sources : Eurostat, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada



**Graphique 5 : Les rendements des obligations à court terme dans certains grands pays européens continuent d'avoir des creux historiques**



► Les écarts de crédit ont continué de s'amenuiser aux États-Unis.

Les écarts de crédit ont continué de s'amenuiser dans ce pays récemment, les rendements des obligations de sociétés de bonne qualité et des obligations de sociétés à rendement élevé ayant descendu à des niveaux quasi égaux, sous l'effet de la forte demande des investisseurs. Les écarts sur le marché des titres hypothécaires se sont aussi resserrés de façon notable à la suite de l'annonce faite par la Réserve fédérale.

## La zone euro

► La zone euro est en récession.

La zone euro est en récession. Le PIB a diminué de 0,7 % au deuxième trimestre de 2012, soit un peu moins qu'espéré dans la livraison de juillet du *Rapport*. Toutefois, selon les indicateurs économiques, les tensions économiques dans les pays périphériques continuent à se propager aux grandes économies. L'indicateur composite du climat économique de la zone euro et les indices composites des directeurs d'achat sont tombés près de leurs niveaux les plus faibles enregistrés en trois ans, et les indicateurs du climat économique en France et en Allemagne ont poursuivi leur repli (Graphique 6).

► La demande intérieure dans la zone euro devrait rester extrêmement faible.

L'activité dans la zone euro devrait continuer à se contracter au deuxième semestre de 2012, et on s'attend à ce que le PIB baisse de 0,5 % pour l'ensemble de l'année. Compte tenu de la réduction en cours des leviers d'endettement des banques, des mesures d'austérité budgétaire, des tensions sur les marchés financiers et du bas niveau de confiance qui pèse encore sur les perspectives de la zone euro, la Banque entrevoit une expansion très modeste de 0,4 % et 1 % en 2013 et 2014, respectivement. La demande intérieure dans la zone euro devrait rester extrêmement faible, mais la progression des exportations devrait apporter un certain contrepoids et soutenir l'activité économique. Toutefois, on s'attend à ce que le niveau du PIB de la zone euro demeure inférieur à son sommet de 2008 tout au long de la période 2012-2014 (Graphique 7).

#### Graphique 4 : Les rendements des obligations d'Etat de plusieurs pays périphériques de la zone euro ont fortement reculé

Rendement des obligations d'Etat à dix ans, données quotidiennes



Source : Bloomberg

Dernière observation : 19 octobre 2012

vers les valeurs refuges<sup>3</sup>. Par conséquent, les rendements des titres souverains ont fortement reculé dans plusieurs pays périphériques de la zone euro (Graphique 4). Les rendements obligataires dans l'ensemble de ces pays restent toutefois élevés, et des tensions importantes subsistent sur les marchés financiers. On observe notamment des signes de fragmentation accrue des marchés financiers européens, qui se manifestent par une baisse des flux financiers transfrontières et une préférence évidente pour les titres nationaux dans les portefeuilles de placement. Les rendements à court terme dans certains grands pays européens sont presque nuls, ce qui porte à croire que les investisseurs sont toujours méfiants et qu'ils sont disposés à payer une prime pour protéger leurs placements (Graphique 5). De plus, selon la dernière enquête sur les conditions du crédit bancaire en zone euro, les banques ont continué de durcir les normes d'octroi de prêts aux entreprises au deuxième trimestre, et elles comptaient intensifier ce resserrement pour toutes les catégories de prêts au troisième trimestre. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a indiqué que le taux des fonds fédéraux serait maintenu à des niveaux exceptionnellement bas au moins jusqu'au milieu de 2015. En outre, en plus de mener à terme son programme de prolongation des échéances, la Réserve fédérale accentuera la détente monétaire en achetant un plus grand volume de titres adossés à des créances hypothécaires des agences fédérales américaines pour une valeur de 40 milliards de dollars E.-U. par mois. La banque centrale a indiqué qu'elle allait poursuivre ce programme d'achat de titres hypothécaires (ou acheter des actifs supplémentaires) jusqu'à ce qu'une amélioration sensible des perspectives d'évolution du marché américain du travail soit manifeste dans un contexte de stabilité des prix (Encadré 1).

3 Cette hausse de l'appétit pour le risque a été amplifiée par d'autres évolutions perçues comme favorables à la zone euro, telles que les résultats des élections aux Pays-Bas et la décision de la cour constitutionnelle allemande qui a ouvert la voie à la ratification du traité instituant le Mécanisme européen de stabilité, qui est entré en vigueur au début d'octobre.

► Les rendements obligataires dans les pays périphériques de la zone euro restent toutefois élevés.

Les implications de l'évolution récente de la politique monétaire aux États-Unis

À l'issue de la réunion des 12 et 13 septembre derniers du Comité de l'open market, la Réserve fédérale a annoncé qu'elle procéderait à des achats supplémentaires de titres hypothécaires émis par les agences de refinancement américaines au rythme de 40 milliards de dollars E.-U. par mois. Le Comité a aussi déclaré qu'elle poursuivrait ses rachats de titres hypothécaires — et augmenterait au besoin ses achats d'actifs — jusqu'à ce que les perspectives du marché de l'emploi s'améliorent nettement. Le Comité a en outre indiqué que le taux des fonds fédéraux serait maintenu à des niveaux exceptionnellement bas jusqu'au moins la mi-2015, et il a précisé qu'il s'attendait à ce que cette orientation fortement expansionniste de la politique monétaire reste appropriée longtemps après que la reprise économique se sera consolidée. L'ensemble de ces mesures constitue un troisième programme d'assouplissement quantitatif, communément appelé « QE3 ». Ces mesures étant plus énergiques qu'on ne l'escomptait, elles contribueront à renforcer la croissance sur la période de projection. En particulier, la Banque prévoit qu'elles soutiendront l'activité aux États-Unis :

- en faisant diminuer les taux hypothécaires, facilitant ainsi l'achat de logements et les refinancements;
- en incitant les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles au profit d'actifs plus risqués, mais au rendement plus élevé, ce qui :
  - engendrera, grâce à l'appréciation des actifs, des effets de richesse positifs favorables à la consommation;
  - stimuler, par la réduction du coût des emprunts, la consommation et l'investissement;
- en exerçant une pression à la baisse sur la valeur externe du dollar E.-U., ce qui stimulera les exportations américaines et restreindra les importations.

L'ampleur de l'effet que ce troisième volet d'assouplissement quantitatif aura sur les conditions financières et l'activité aux États-Unis est incertaine. Les estimations de l'incidence des volets précédents varient passablement entre elles. Elles risquent de surcroît d'être d'une utilité limitée dans le cas du nouveau programme : d'une part, la Réserve économique et financier a changé; d'autre part, la Réserve fédérale n'a cette fois-ci pas précisé combien d'actifs elle achèterait ni fixé la durée du programme.

Les conditions financières aux États-Unis se sont assouplies depuis la publication du procès-verbal de la réunion du Comité de l'open market tenue les 31 juillet et 1<sup>er</sup> août, où la possibilité de mettre en œuvre de nouvelles mesures de politique monétaire a été abondamment débattu (Tableau 1-A). Les écarts de crédit ainsi que les taux auxquels les sociétés peuvent emprunter ont diminué, les cours

Tableau 1-A : Des conditions financières plus favorables à la croissance aux États-Unis

Catégorie d'actifs	Niveau actuel <sup>a</sup>	Depuis la réunion du Comité de l'open market (13 septembre) (22 août) <sup>b</sup>	Taux hypothécaire à 30 ans		Indice S&P 500		Rendement des obligations du Trésor américain à dix ans		Écart de rendement relatif aux obligations de sociétés américaines de bonne qualité		Taux de change du dollar E.-U. pondéré en fonction du commerce extérieur	
			3,37	-18 pb	1 433,19	-1,83 %	1,76 %	+4 pb	176 pb	-29 pb	-0,45 %	-2,29 %

des actions ont progressé et le dollar américain a perdu du terrain. De plus, les volumes d'émissions d'obligations de bonne qualité et d'obligations à rendement élevé du secteur privé atteignent des niveaux quasi records. Il est à noter, cependant, que puisque de nombreux facteurs influencent simultanément les marchés financiers, il est difficile de distinguer parmi leurs effets ceux qui sont propres aux nouvelles mesures. La Banque est d'avis que le nouveau programme d'assouplissement quantitatif fera augmenter de 1,3 % le PIB américain d'ici 2014 et qu'il stimulera, plus généralement, l'activité économique mondiale, ce qui alimentera la demande d'exportations canadiennes et apportera un soutien aux prix des produits de base. Une baisse des rendements offerts par diverses catégories d'actifs américains implique que les rendements des actifs financiers canadiens comparables deviennent relativement plus attrayants. On peut donc s'attendre à une certaine substitution dans les portefeuilles au profit des actifs canadiens, laquelle pourrait, en retour, peser sur les rendements de ceux-ci et exercer des pressions à la hausse sur la valeur du dollar canadien. Ce troisième programme devrait somme toute avoir des répercussions légèrement positives sur l'économie canadienne, faisant progresser le PIB réel d'environ 0,4 % d'ici 2014. Les retombées précises du programme seront en grande partie déterminées par l'efficacité relative des différents canaux de transmission.

a. À la clôture des marchés le 19 octobre 2012 ou selon les données les plus récentes

b. Procès-verbal de la réunion d'août du Comité de l'open market au cours de laquelle la possibilité de mettre en place de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif a été considérée et abondamment débattue

- Les conditions financières mondiales se sont légèrement améliorées.
- Les risques extrêmes dans la zone euro sont perçus comme ayant diminué.

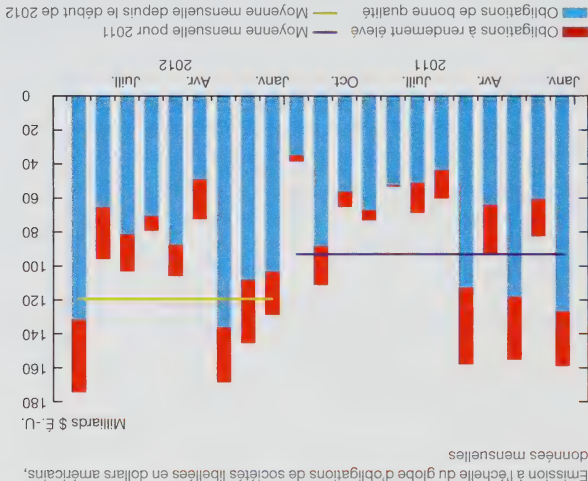
## La conjoncture financière mondiale

Les conditions financières mondiales se sont légèrement améliorées depuis la parution du dernier *Rapport*, à la faveur de plusieurs initiatives d'engagements menées par les banques centrales et d'une atténuation des craintes entourant la possibilité qu'un incident majeur touchant le crédit se produise à court terme. Les risques extrêmes dans la zone euro sont perçus comme ayant fortement diminué à la suite de l'annonce par la BCE de son programme d'opérations monétaires sur titres, tandis que le nouvel assouplissement monétaire important annoncé par la Réserve fédérale américaine a fourni un soutien additionnel à certains actifs risqués<sup>1</sup> (Encadré 1).

Le climat plus positif sur les marchés s'est manifesté par le rétrécissement des écarts de crédit, le niveau élevé des émissions d'obligations de sociétés (Graphique 3) et des gains importants enregistrés par de nombreux marchés boursiers. Il est aussi possible que l'apport exceptionnel de liquidité procuré par les banques centrales fasse reculer les mesures de la volatilité des marchés financiers.

Le programme d'opérations monétaires sur titres, qui permet à la BCE d'acheter des obligations d'État sur le marché secondaire, est conçu pour éliminer la prime de risque liée à la possibilité que des pays quittent la zone euro et pour améliorer le mécanisme de transmission de la politique monétaire dans la zone euro<sup>2</sup>. Cette mesure, conjuguée à d'autres faits encourageants sur le plan politique dans cette région, a réduit la probabilité d'une crise sévère et a donné lieu à un renversement de certains mouvements

**Graphique 3 : L'activité sur les marchés du crédit aux entreprises est robuste**



Nota : Pour l'année considérée, les moyennes sont calculées sur l'ensemble des émissions d'obligations à rendement élevé et de bonne qualité.

Source : Bloomberg

Dernière observation : septembre 2012

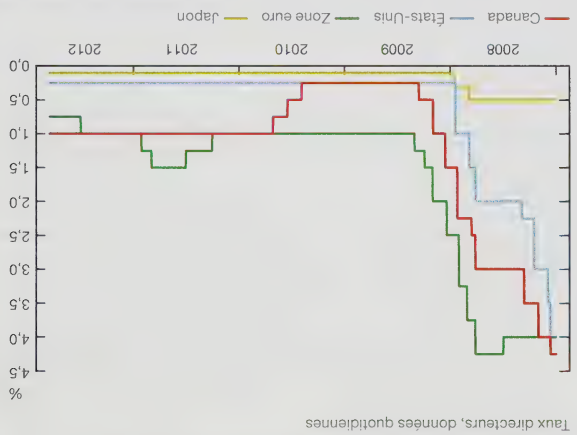
- 1 L'augmentation observée de l'appétit pour le risque a aussi été renforcée par l'annonce d'une nouvelle dette monétaire par d'autres banques centrales, dont la Banque du Japon, qui a accru la taille de son programme d'achat d'actifs de quelque 10 billions de yens à la mi-septembre.
- 2 La BCE a indiqué que les opérations monétaires sur titres seront envisagées uniquement si elles sont justifiées du point de vue de la politique monétaire, et dans la mesure où les conditions établies en vertu du programme du Fonds européen de stabilité financière ou du Mécanisme européen de stabilité sont entièrement respectées.



Les pressions inflationnistes sous-jacentes dans le monde devraient s'amoindrir.

Les pressions inflationnistes sous-jacentes dans le monde devraient s'amoindrir au cours de la période de projection face aux capacités inutilisées considérables au sein de nombreuses économies avancées. La hausse récente des prix de l'énergie et des aliments aura cependant un effet compensatoire à court terme, surtout dans les économies émergentes.

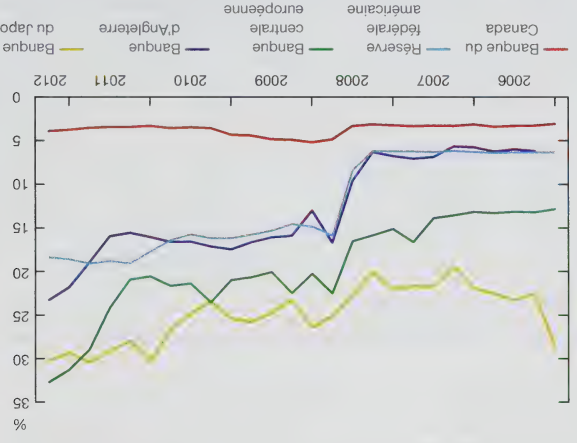
**Graphique 1 : Les taux directeurs des économies avancées demeurent à des niveaux historiquement bas**



Taux directeurs, données quotidiennes

**Graphique 2 : Certaines banques centrales ont encore augmenté la taille de leur bilan**

Actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs, données trimestrielles



Sources : Banque du Canada et Statistique Canada; Réserve fédérale et Bureau of Economic Analysis des États-Unis; Banque centrale européenne et Office statistique des Communautés européennes; Banque d'Angleterre et Office for National Statistics (Royaume-Uni); Banque du Japon et Bureau du Cabinet (Japon)  
Dernière observation : 2012T2



L'évolution de l'économie mondiale a été largement conforme aux projections de la Banque énoncées dans le *Rapport sur la politique monétaire* de juillet. Alors que l'économie américaine croît à un rythme graduel, l'Europe est en récession, et les indicateurs récents donnent à penser que la contraction se poursuit. En Chine et dans les autres grandes économies émergentes, la croissance a décéléré un peu plus que prévu, bien qu'on observe des signes de stabilisation autour des taux d'expansion actuels. Malgré le ralentissement de l'activité à l'échelle du globe, les cours du pétrole et des autres matières premières que produit le Canada ont augmenté, en moyenne, ces derniers mois. La conjoncture financière mondiale s'est améliorée depuis la publication de la dernière livraison du *Rapport*, à la faveur des mesures de politique énergiques prises par de grandes banques centrales, notamment la Réserve fédérale des États-Unis, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (Graphique 1 et Graphique 2). Le climat général, toutefois, demeure fragile.

L'expansion économique mondiale, qui se situait à 3,8 % en 2011, devrait ralentir, pour s'établir à 3,0 % en 2012 et à 3,1 % en 2013, avant de remonter à 3,5 % en 2014 (Tableau 1). Le scénario de référence de la Banque continue de tabler sur les deux hypothèses suivantes : la crise de la zone euro restera continue et un resserrement marqué de la politique budgétaire américaine au début de 2013, ce qu'on appelle le « précipice budgétaire », sera évité. Les projections de la Banque tiennent compte de l'incidence de ces facteurs et d'autres sources d'incertitude sur l'économie mondiale.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)			
	2011	2012	2013	2014
États-Unis	19	1,8 (1,7)	2,1 (1,9)	2,3 (2,1)
Zone euro	14	1,5 (1,5)	-0,5 (-0,6)	0,4 (0,3)
Japon	6	-0,7 (-0,7)	2,2 (2,5)	1,0 (1,3)
Chine	14	9,3 (9,3)	7,6 (7,8)	7,7 (7,8)
Autres pays	47	4,3 (4,3)	3,2 (3,2)	3,1 (3,2)
Ensemble du monde	100	3,8 (3,8)	3,0 (3,1)	3,1 (3,1)
				3,5 (3,5)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

► L'évolution de l'économie mondiale a été largement conforme aux projections de la Banque...

► ... à la faveur des mesures de politique énergiques prises par de grandes banques centrales.

par l'IPC global, qui a glissé sensiblement en deçà de la cible de 2 %, comme prévu, devrait retourner à la cible d'ici la fin de 2013, soit un peu plus tard qu'escompté précédemment.

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. Dans sa projection, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle et que le précipice budgétaire aux États-Unis sera évité. Les déséquilibres dans le secteur canadien des ménages demeurent le risque intérieur le plus important. Il s'agit d'un risque tant à la hausse qu'à la baisse.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité de pressions inflationnistes plus fortes au sein de l'économie mondiale, d'une plus grande robustesse des exportations canadiennes et d'un dynamisme renouvelé de l'investissement résidentiel au Canada. Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à une demande plus faible d'exportations canadiennes et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens connaissent une croissance moins vigoureuse.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 23 octobre, la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Au fil du temps, une réduction modeste de la détente monétaire sera probablement nécessaire, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 %. Le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle internationale et nationale, y compris l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages.

L'évolution de l'économie mondiale a été largement conforme aux projections de la Banque présentées en juillet. L'économie américaine croît à un rythme graduel. L'Europe est en récession, et les indicateurs récents donnent à penser que la contraction se poursuit. En Chine et dans les autres grandes économies émergentes, la croissance a décéléré un peu plus que prévu, bien qu'on observe des signes de stabilisation autour des taux d'expansion actuels. Malgré le ralentissement de l'activité à l'échelle du globe, les cours du pétrole et des autres matières premières que produit le Canada ont augmenté, en moyenne, ces derniers mois. La conjoncture financière mondiale s'est améliorée, sous l'effet des mesures de politique énergiques prises par des grandes banques centrales, mais le climat demeure fragile.

Au Canada, bien que les vents contraires extérieurs continuent de freiner l'activité économique, des facteurs internes soutiennent une croissance modérée. Après avoir progressé à un rythme inférieur à celui de son potentiel récemment, l'économie devrait se raffermir et tourner de nouveau à plein régime d'ici la fin de 2013. La Banque continue d'anticiper que l'expansion sera principalement alimentée par la hausse de la consommation et des investissements des entreprises, à la faveur des conditions financières très expansionnistes au pays. On s'attend à ce que l'activité dans le secteur du logement, qui a grimpé à des niveaux historiquement élevés, connaisse un déclin, alors que le fardeau de la dette des ménages devrait continuer d'augmenter avant de se stabiliser d'ici la fin de la période de projection. Les exportations canadiennes devraient se redresser progressivement mais demeurer inférieures au sommet atteint avant la récession jusqu'à la première moitié de 2014, compte tenu de la faiblesse de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité. Ces défis comprennent la vigueur persistante du dollar canadien, dont le cours est influencé par les mouvements vers les valeurs refuges et les retombées de la politique monétaire mondiale.

Avant pris en compte les révisions apportées aux comptes nationaux, la Banque prévoit que l'économie progressera de 2,2 % en 2012, de 2,3 % en 2013 et de 2,4 % en 2014. L'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux prévisions ces derniers mois, ce qui tient aux prix un peu plus bas de toute une gamme de biens et services. Elle devrait remonter graduellement au cours des prochains trimestres et atteindre 2 % d'ici le milieu de 2013, la faible marge de capacités inutilisées présente actuellement au sein de l'économie se résorbant graduellement, la croissance de la rémunération du travail demeurant modérée et les attentes d'inflation restant bien ancrées. L'inflation mesurée



# Table des matières

Vue d'ensemble .....	1
L'économie mondiale.....	3
La conjoncture financière mondiale.....	5
Encadré 1 : Les implications de l'évolution récente de la politique monétaire aux États-Unis .....	6
La zone euro .....	8
Les États-Unis.....	10
Le Japon .....	14
Les économies de marché émergentes .....	14
Les cours des produits de base .....	16
Les implications pour l'économie canadienne.....	17
Le dollar canadien.....	18
L'économie canadienne .....	21
Les conditions financières.....	21
La croissance de la production potentielle .....	24
Encadré 2 : Révisions touchant la croissance de la production potentielle ..	25
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	25
Encadré 3 : Révision historique du Système de comptabilité nationale du Canada .....	26
L'économie réelle.....	29
L'inflation.....	37
Les risques entourant les perspectives.....	41



---

« Bien que l'économie canadienne ressente les effets de l'angoisse qui règne dans le monde, les principales sources d'inquiétude à l'étranger sont toutes des points qui inspirent une confiance justifiée ici au pays. Le Canada jouit de saines finances publiques. La politique monétaire est claire et crédible. Le système financier canadien s'est révélé l'un des plus résilients au monde tout au long de la crise. Depuis, il a gagné en robustesse. »

—Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada  
15 octobre 2012

Nanaimo (Colombie-Britannique)

# Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2012

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin et Agathe Côté. Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 19 octobre 2012.

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016.
- Établir pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour<sup>2</sup>. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'IPC global, elle ne se substitue pas à celle-ci.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de guide à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global, elle ne se substitue pas à celle-ci.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque,

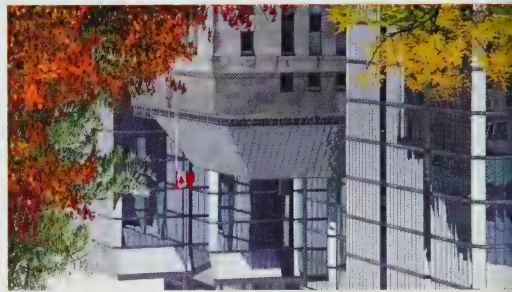
à l'adresse [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca).  
Pour de plus amples renseignements,  
veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique  
Département des Communications  
Banque du Canada  
234, rue Wellington  
Ottawa (Ontario) K1A 0G9  
© 2012 Banque du Canada  
ISSN 1201-8783 (version papier)  
ISSN 1490-1242 (Internet)  
Site Web : [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca)  
Courriel : [mto@banqueducanada.ca](mailto:mto@banqueducanada.ca)  
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)  
Téléphone : 613 782-8111



# Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2012





# Monetary Policy Report Summary

October 2012

*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on data received up to 19 October 2012.*

The global economy has unfolded broadly as the Bank projected in July. The economic expansion in the United States is progressing at a gradual pace. Europe is in recession and recent indicators point to a continued contraction. In China and other major emerging economies, growth has slowed somewhat more than expected, though there are signs of stabilization around current growth rates. Notwithstanding the slowdown in global economic activity, prices for oil and other commodities produced in Canada have, on average, increased in recent months. Global financial conditions have improved, supported by aggressive policy actions of major central banks, but sentiment remains fragile.

In Canada, while global headwinds continue to restrain economic activity, domestic factors are supporting a moderate expansion. Following the recent period of below-potential growth, the economy is expected to pick up and return to full capacity by the end of 2013. The Bank continues to project that the expansion will be driven mainly by growth in consumption and business investment, reflecting very stimulative domestic financial conditions. Housing activity is expected to decline from historically high levels, while the household debt burden is expected to rise further before stabilizing by the end of the projection horizon. Canadian exports are projected to pick up gradually but remain below their pre-recession peak until the first half of 2014, reflecting weak foreign demand and ongoing competitiveness challenges. These challenges include the persistent strength of the Canadian dollar, which is being influenced by safe-haven flows and spillovers from global monetary policy.

After taking into account revisions to the National Accounts, the Bank projects that the economy will grow by 2.2 per cent in 2012, 2.3 per cent in 2013 and 2.4 per cent in 2014.

---

## Highlights

- Global economic activity has slowed, as expected in July.
  - In Canada, following the recent period of below-potential growth, the economy is expected to pick up and return to full capacity by the end of 2013, slightly later than in July.
  - The Bank projects that the economy will grow by 2.2 per cent in 2012, 2.3 per cent in 2013 and 2.4 per cent in 2014.
  - Core inflation is expected to increase gradually over coming quarters, reaching 2 per cent by the middle of 2013. Total CPI inflation is projected to return to target by the end of 2013, somewhat later than previously anticipated.
  - On 5 September and 23 October, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.
- 

Core inflation has been lower than expected in recent months, reflecting somewhat softer prices across a wide range of goods and services. Core inflation is expected to increase gradually over coming quarters, reaching 2 per cent by the middle of 2013 as the economy gradually absorbs the current small degree of slack, the growth of labour compensation remains moderate and inflation expectations stay well anchored. Total CPI inflation has fallen noticeably below the 2 per cent target, as expected, and is projected to return to target by the end of 2013, somewhat later than previously anticipated.



The inflation outlook in Canada is subject to significant risks. The Bank's projection assumes that authorities in Europe are able to contain the ongoing crisis, and that the U.S. fiscal cliff will be avoided. Imbalances in the Canadian household sector remain the biggest domestic risk. This risk is two-sided.

The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher global inflationary pressures,

stronger Canadian exports and renewed momentum in Canadian residential investment.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to the European crisis, weaker demand for Canadian exports and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

### Projection for global economic growth

	Share of real global GDP <sup>a</sup> (per cent)	Projected growth <sup>b</sup> (per cent)			
		2011	2012	2013	2014
United States	19	1.8 (1.7)	2.1 (1.9)	2.3 (2.1)	3.2 (3.0)
Euro area	14	1.5 (1.5)	-0.5 (-0.6)	0.4 (0.3)	1.0 (1.3)
Japan	6	-0.7 (-0.7)	2.2 (2.5)	1.0 (1.3)	1.1 (0.9)
China	14	9.3 (9.3)	7.6 (7.8)	7.7 (7.8)	7.7 (7.8)
Rest of the world	47	4.3 (4.3)	3.2 (3.2)	3.1 (3.2)	3.3 (3.3)
World	100	3.8 (3.8)	3.0 (3.1)	3.1 (3.1)	3.5 (3.5)

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2011. Source: IMF, *World Economic Outlook*, October 2012

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2012 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

### Summary of the base-case projection for Canada<sup>a</sup>

	2011	2012				2013				2014			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	2.1 (1.9)	1.8 (1.9)	1.9 (1.8)	1.0 (2.0)	2.5 (2.3)	2.6 (2.3)	2.6 (2.4)	2.6 (2.6)	2.5 (2.7)	2.3 (2.5)	2.2 (2.3)	2.2 (2.2)	2.2 (2.2)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.4 (2.2)	2.2 (1.8)	2.9 (2.5)	1.7 (1.9)	1.8 (2.0)	2.0 (2.1)	2.2 (2.3)	2.5 (2.4)	2.5 (2.5)	2.5 (2.6)	2.4 (2.6)	2.3 (2.4)	2.2 (2.3)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	1.5 (1.9)	1.6 (1.9)	1.7 (1.9)	1.8 (2.0)	2.1 (2.0)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.6 (2.6)	2.4 (2.4)	1.6 (1.7)	1.2 (1.2)	1.5 (1.6)	1.4 (1.5)	1.4 (1.5)	1.7 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	2.5 (2.5)	2.2 (2.2)	1.4 (1.6)	1.1 (1.1)	1.4 (1.5)	1.4 (1.5)	1.5 (1.6)	1.8 (2.1)	2.1 (2.1)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI <sup>b</sup> (level)	94 (94)	103 (103)	93 (93)	92 (86)	92 (87)	93 (88)	94 (89)	94 (89)	94 (89)	93 (88)	92 (88)	92 (87)	91 (87)
Brent <sup>b</sup> (level)	109 (109)	118 (118)	109 (109)	109 (100)	113 (99)	112 (98)	110 (98)	108 (98)	107 (97)	105 (96)	104 (96)	102 (95)	101 (94)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July 2012 *Monetary Policy Report*.

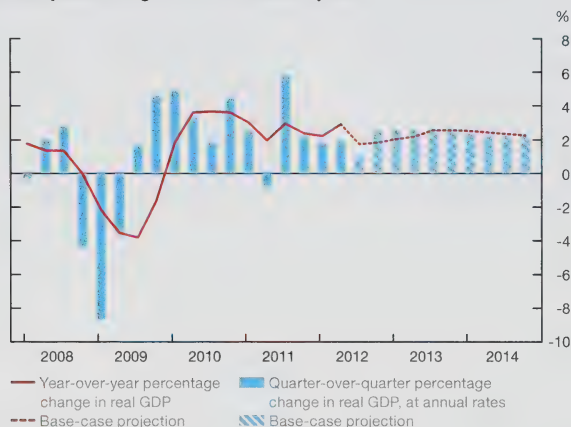
b. Assumptions for the prices of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 19 October 2012

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection period.

Reflecting all of these factors, on 23 October, the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. Over time, some modest withdrawal

of monetary policy stimulus will likely be required, consistent with achieving the 2 per cent inflation target. The timing and degree of any such withdrawal will be weighed carefully against global and domestic developments, including the evolution of imbalances in the household sector.

### Real GDP is expected to grow at a moderate pace



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

### Total CPI inflation in Canada is projected to remain below 2 per cent until the end of 2013

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

---

## Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

**Monetary Policy Report** (January, April, July and October)

**Financial System Review** (June/December)

**Bank of Canada Review** (quarterly)\*

**Business Outlook Survey** (January, April, July and October)

**Senior Loan Officer Survey** (January, April, July and October)\*

**Speeches and Statements by the Governor\***

**Bank of Canada Banking and Financial Statistics** (monthly)\*

**Weekly Financial Statistics** (published each Friday)\*

**Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information**

**Annual Report\***

**A History of the Canadian Dollar**

James Powell (available at Can\$8 plus applicable taxes)

**Conference Proceedings**

Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

**Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers\***

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

---

\* Available only on the Bank's website

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

Print copies of the *Report* and the *Summary* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, 234 Wellington St., Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9

Telephone: 1 800 303-1282; email: [publications@bankofcanada.ca](mailto:publications@bankofcanada.ca); website: [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)

ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

## Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).

**Rapport sur la politique monétaire**  
Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

**Revue du système financier**  
Paraît en juin et en décembre.

**Revue de la Banque du Canada**  
Paraît chaque trimestre.

**Enquête sur les perspectives des entreprises**  
Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

**Enquête auprès des responsables du crédit**  
Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

**Discours et déclarations du gouverneur**  
**Statistiques bancaires et financières de la Banque**

**du Canada**  
Paraît chaque mois.

**Bulletin hebdomadaire de statistiques financières**  
Paraît tous les vendredis.

\* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, 234, rue Wellington, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 1 800 303-1282; adresse électronique : [publications@banqueducanada.ca](mailto:publications@banqueducanada.ca); site Web : [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca)  
ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (internet)

### Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation :

#### note d'information

#### Rapport annuel

#### Le dollar canadien : une perspective historique

James Powell. Offert au prix de 8 \$ CAN, taxes en sus.

#### Actes de colloques

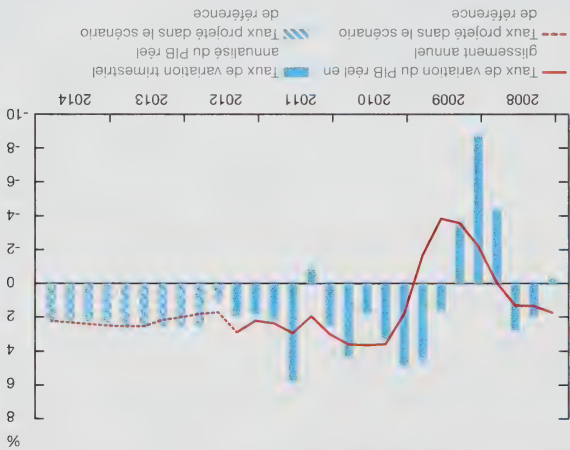
On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 \$ CAN l'exemplaire, taxes en sus; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études et autres communications présentées à des colloques, séminaires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.

**Rapports techniques, documents de travail**  
**et documents d'analyse**  
Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes et aux banquiers centraux.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à une demande plus faible d'exportations canadiennes et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens connaissent une croissance moins vigoureuse.

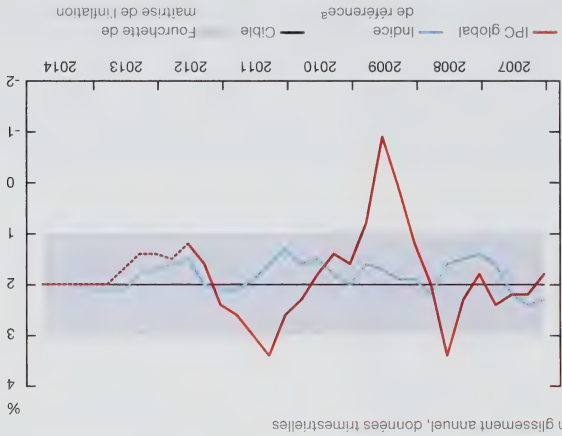
Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

### Le PIB réel devrait progresser à un rythme modéré



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

### L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir au-dessous de 2 % jusqu'à la fin de 2013



Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

a. Indice excluant huit des composants les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composants

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Compte tenu de tous ces facteurs, le 23 octobre, la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Au fil du temps, une réduction modeste de la détente monétaire sera probablement nécessaire, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 %. Le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle internationale et nationale, y compris l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages.



L'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux prévisions ces derniers mois, ce qui tient aux prix un peu plus bas de toute une gamme de biens et services. Elle devrait remonter graduellement au cours des prochains trimestres et atteindre 2 % d'ici le milieu de 2013, la faible marge de capacités inutilisées présente actuellement au sein de l'économie se résorbant graduellement, la croissance de la rémunération du travail demeurant modérée et les attentes d'inflation restent bien ancrées. L'inflation mesurée par l'IPC global, qui a glissé sensiblement en deçà de la cible de 2 %, comme prévu, devrait retourner à la cible d'ici la fin de 2013, soit un peu plus tard qu'escampté précédemment.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité de pressions inflationnistes plus fortes au sein de l'économie mondiale, d'une plus grande robustesse des exportations canadiennes et d'un dynamisme renouvelé de l'investissement résidentiel au Canada.

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. Dans sa projection, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle et que le précipice budgétaire aux États-Unis sera évité. Les déséquilibres dans le secteur canadien des ménages demeurent le risque intérieur le plus important. Il s'agit d'un risque tant à la hausse qu'à la baisse.

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	États-Unis	Zone euro	Japon	Chine	Autres pays	Ensemble du monde
	19	14	6	14	47	100
Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)	1,8 (1,7)	1,5 (1,5)	-0,7 (-0,7)	9,3 (9,3)	4,3 (4,3)	3,8 (3,8)
	2,1 (1,9)	-0,5 (-0,5)	2,2 (2,5)	7,6 (7,8)	3,2 (3,2)	3,0 (3,1)
	2,3 (2,1)	0,4 (0,3)	1,0 (1,3)	7,7 (7,8)	3,1 (3,2)	3,1 (3,1)
	3,2 (3,0)	1,0 (1,3)	1,1 (0,9)	7,7 (7,8)	3,3 (3,3)	3,5 (3,5)
2014						
2013						
2012						
2011						

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011.  
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012  
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.  
Source : Banque du Canada

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>

	2011				2012				2013				2014			
	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel)	2,1	1,8	1,9	1,0	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	2,2	2,3	2,2	2,2
annuatisé)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,3)	(2,3)	(2,3)	(2,4)	(2,6)	(2,7)	(2,5)	(2,6)	(2,7)	(2,2)	(2,3)	(2,2)	(2,2)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,4	2,2	2,9	1,7	1,8	2,0	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	2,6	2,4	2,2
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1	2,0	2,0	1,5	1,6	1,7	1,8	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(2,1)	(2,1)	(2,0)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,0)	(2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6	2,4	1,6	1,2	1,5	1,4	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	(2,6)	(2,4)	(1,7)	(1,2)	(1,6)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,0)	(2,0)
WTI <sup>b</sup> (niveau)	94	103	93	92	92	93	94	94	94	94	93	92	92	93	92	91
Brent <sup>b</sup> (niveau)	(109)	(118)	(109)	(109)	(113)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(98)	(96)	(96)	(94)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.  
b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermédiaire et Brent (en \$ E.-U., le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 19 octobre 2012.

# Rapport sur la politique monétaire

## Sommaire

Octobre 2012

*Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur les données reçues au 19 octobre 2012.*

L'évolution de l'économie mondiale a été largement conforme aux projections de la Banque présentées en juillet. L'économie américaine croît à un rythme graduel. L'Europe est en récession, et les indicateurs récents donnent à penser que la contraction se poursuit. En Chine et dans les autres grandes économies émergentes, la croissance a décéléré un peu plus que prévu, bien qu'on observe des signes de stabilisation autour des taux d'expansion actuels. Malgré le ralentissement de l'activité à l'échelle du globe, les cours du pétrole et des autres matières premières que produit le Canada ont augmenté, en moyenne, ces derniers mois. La conjoncture financière mondiale s'est améliorée, sous l'effet des mesures de politique énergiques prises par des grandes banques centrales, mais le climat demeure fragile.

Au Canada, bien que les vents contraires extérieurs continuent de freiner l'activité économique, des facteurs internes soutiennent une croissance modérée. Après avoir progressé à un rythme inférieur à celui de son potentiel récemment, l'économie devrait se raffermir et tourner de nouveau à plein régime d'ici la fin de 2013. La Banque continue d'anticiper que l'expansion sera principalement alimentée par la hausse de la consommation et des investissements des entreprises, à la faveur des conditions financières très expansionnistes au pays. On s'attend à ce que l'activité dans le secteur du logement, qui a grimpé à des niveaux historiquement élevés, connaisse un déclin, alors que le fardeau de la dette des ménages devrait continuer d'augmenter avant de se stabiliser d'ici la fin de la période de projection. Les exportations canadiennes devraient se redresser progressivement mais demeurer inférieures au sommet atteint avant la récession jusqu'à la première moitié de 2014, compte tenu de la faiblesse de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité. Ces défis comprennent la vigueur persistante du dollar

### Faits saillants

- L'activité économique a ralenti à l'échelle du globe, comme on s'y attendait en juillet.
- Au Canada, après avoir progressé à un rythme inférieur à celui de son potentiel récemment, l'économie devrait se raffermir et tourner de nouveau à plein régime d'ici la fin de 2013, soit un peu plus tard que projeté en juillet.
- La Banque prévoit que l'économie progressera de 2,2 % en 2012, de 2,3 % en 2013 et de 2,4 % en 2014.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter graduellement au cours des prochains trimestres et atteindre 2 % d'ici le milieu de 2013. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait retourner à la cible d'ici la fin de 2013, soit un peu plus tard qu'escompté précédemment.
- Le 5 septembre et le 23 octobre, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

canadien, dont le cours est influencé par les mouvements vers les valeurs refuges et les retombées de la politique monétaire mondiale. Ayant pris en compte les révisions apportées aux comptes nationaux, la Banque prévoit que l'économie progressera de 2,2 % en 2012, de 2,3 % en 2013 et de 2,4 % en 2014.









